



Vaasan yliopisto
UNIVERSITY OF VAASA

Sanna Mäenpää ja Jenni Rannila

Johdon liiketoimet arvopaperimarkkinoilla

Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö
Talousoikeuden pro gradu -tutkielma
Rahoitus juridiikka

Vaasa 2020

VAASAN YLIOPISTO**Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö**

Tekijä:	Sanna Mäenpää ja Jenni Rannila		
Tutkielman nimi:	Johdon liiketoimet arvopaperimarkkinoilla		
Tutkinto:	Kauppätieteiden maisteri		
Oppiaine:	Talousoikeuden koulutusohjelma		
Työn ohjaaja:	Vesa Annola		
Valmistumisvuosi:	2020	Sivumäärä:	132

TIIVISTELMÄ:

Tutkimuksen aiheena oli tutkia johdon liiketoimia arvopaperimarkkinoilla. Tutkimuskysymyksinä olivat johtotehtävissä toimivien henkilöiden liiketoimiin vaikuttavat seikat arvopaperimarkkinoilla yksilötasolla sekä johdon toimintaan vaikuttavat seikat osana yhtiön päätöksenteoa. Johdon liiketoimia on syytä tutkia, koska heillä on suurempaa informaatioetumatkaa markkinoihin nähden pitäen hallussaan enemmän tietoa yhtiöstä. Johdolla oleva asema tuottaa johtotehtävissä toimiville henkilöille sekä mahdollisuuksia että rajoituksia. Johtohenkilön liiketoimiin on asetettu sääntelyä, jolla pyritään siihen, ettei johtohenkilöt hyödyntäisi tätä informaatioetumatkaa liiketoimissaan. Sääntelyllä edesautetaan arvopaperimarkkinoiden toimivuutta, joka taas on elinehtona yritystoiminnalle. Johdon liiketoimet voivat toimia sijoittajille myös arvokkaana markkinatietona ja kertoa mahdollisesti tulevasta kurssikehityksestä.

Tutkimuksen metodina käytettiin oikeusdogmatiikkaa eli johdon liiketoimien sääntelyä tutkittiin voimassa olevasta oikeudesta ja jäsennettiin sitä johtohenkilöitä koskevaksi kokonaisuudeksi.

Tutkimuksen toisessa pääluvussa lähdettiin liikkeelle arvopaperimarkkinoita koskevasta sääntelystä ja yleisestä arvopaperimarkkinoita koskevasta toiminnasta. Sen jälkeen tarkasteltiin johdolla olevaa informaatioetumatkaa arvopaperimarkkinoilla sekä johdon roolia ja vastuuta yhtiön päätöksenteossa. Kolmannessa pääluvussa keskityttiin johdon sisäpiiriasemaan ja sisäpiiritiedon ominaispiirteisiin. Pääluvussa selvitettiin, mikä on sallittua ja mikä kiellettyä sisäpiiritiedon osalta liiketoimissa. Neljännessä pääluvussa keskiössä olivat sisäpiiriasemasta aiheutuvat johdon ilmoitusvelvollisuuteen liittyvät elementit. Pääluvussa avattiin pörssi-yhtiötä ja johtotehtävissä toimivia henkilöitä velvoittavaa konkreettista toimintaa. Viidennessä pääluvussa tarkasteltiin johtohenkilön mahdollisuuksia tehdä liiketoimia sisäpiiriasemassa. Luvun tarkoituksena oli kuvata niitä keinoja, jolla johtotehtävissä toimiva henkilö voi laillisesti käydä kauppaa edustamansa yhtiön osakkeilla ilman pelkoa sisäpiirikaupoista tai sisäpiiritiedon väärinkäytöstä.

Kuudennessa pääluvussa paino oli johdon roolissa osana yhtiön päätöksenteossa. Luvussa tarkasteltiin, mitä johdon tulee ottaa huomioon niissä tilanteissa, kun yhtiö tekee päätöksiä.

Tutkimuksen lopputuloksena saatiin, että yksilönä toimiessaan johtohenkilön tulee omissa liiketoimissaan noudattaa sisäpiiriasemansa takia ilmoitusvelvollisuutta vuotuisen raja-arvon ylittyessä ja kaupankäynnin kieltä suljetun ikkunan aikana myös lähipiiriin kuuluvien henkilöiden osalta. Johtohenkilön liiketoimiin kohdistui perusolettama sisäpiiritiedon käytöstä, joka tuli eliminoida. Parhaiten se onnistui hankinta- tai myyntiohjelmalla tai johdon kannustinjärjestelmällä, joilla voidaan todistaa sisäpiiritiedon käyttämättömyys kaupankäynnissä erottamalla päätöksenteon ja toimeksiannon toimeenpanon hetki. Osana listayhtiön toimintaa itsenäisessä päätöksentekijäasemassa johdon tuli päätöksenteossa noudattaa osakeyhtiölain yleisiä periaatteita huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuudesta ja yhdenvertaisuudesta. Lisäksi johdon tuli varmistaa, että yhtiössä noudatetaan päätösprosessissa hyvää hallinnointitapaa velvollisuuksien täydentämisessä sekä hallittua riskinottoa. Johto pystyi sisäisellä valvonnalla varmistamaan ja kehittämään arvopaperimarkkinaoikeudellisten ja yhtiöoikeudellisten velvollisuuksien noudattamista.

AVAINSANAT: arvopaperimarkkinat, hankintaohjelma, ilmoitusvelvollisuus, informaatioasymmetria, johtohenkilö, palkitsemisjärjestelmä, päätöksenteko, sisäpiiritieto

Sisällys

Sisällys	3
Kuviot	5
Lyhenteet	6
1 Johdanto	7
1.1. Tutkimuksen tausta	7
1.2. Tutkimuksen tavoite	8
1.3. Tutkimusmetodi ja käytetty aineisto	9
1.4. Tutkimuksen rakenne	10
2 Johtohenkilöiden rooli arvopaperimarkkinoilla	13
2.1. Johto ja arvopaperimarkkinasääntely	13
2.2. Arvopaperimarkkinoiden yleiset periaatteet	15
2.3. Johtotehtävissä toimiva henkilö ja hänen lähipiirinsä	18
2.4. Johtotehtävissä toimivilla henkilöillä olevan tiedon merkitys ja informaatioasymmetria	19
2.5. Johdon rooli ja vastuu päätöksenteossa	22
3 Johto ja sisäpiiritieto	25
3.1. Johdon sisäpiirisääntelyn tausta	25
3.2. Johdon sisäpiiriasema	27
3.3. Sisäpiiritieto ja sen ominaisuudet johdon näkökulmasta	31
3.4. Sisäpiiritiedon tyypit	35
3.5. Sisäpiirikaupat	37
3.6. Sisäpiiriläisen lailliset toimintatavat sisäpiirikaupassa	40
3.7. Sisäpiiriluetelot	45
4. Johdon transaktioihin liittyvät elementit	49
4.1. Tausta	49
4.2. Jatkuva ja säännöllinen tiedonantovelvollisuus johdon näkökulmasta	50

4.3.	Johtohenkilöiden ilmoitusvelvollisuus	57
4.4.	Johtohenkilöiden ilmoitusvelvollisuuden sääntelyn tarkoitus	58
4.5.	Ilmoitusvelvollisuutta koskevat liiketoimet ja niiden raja-arvo	60
4.6.	Suljettu ikkuna	62
5	Johdon liiketoimien mahdollisuudet	65
5.1.	Sisäpiiritiedon käyttämättömyyden todistaminen	65
5.2.	Osakkeiden hankinta- ja myyntiohjelmat	66
5.3.	Optio- ja osakepohjaiset palkitsemisjärjestelmät	76
5.4.	Omaisuudenhoito	80
6	Johdon rooli ja velvollisuudet listayhtiön päätöksentekolimessä	83
6.1.	Päämies-agenttisuhte	83
6.2.	Haasteena riskien hallitseminen	85
6.3.	Fidusiaariset velvollisuudet päätöksenteossa	89
6.3.1.	Huolellisuusvelvollisuus	89
6.3.2.	Lojaliteettivelvollisuus	92
6.3.3.	Yhdenvertaisuus	96
6.4.	Business judgment rule liiketoimien vastuuarvioinnin standardina	99
6.5.	Corporate governancen täydentämistehtävä	103
6.6.	Sisäisen valvonnan järjestäminen	106
7	Yhteenveto ja johtopäätökset	111
	Lähteet	119
	Säädösluettelo	129
	Oikeustapaukset	130
	Liitteet	131
	Liite. Ilmoitusvelvollisuutta koskevat liiketoimet Komission delegoidun asetuksen mukaan	131

Kuviot

Kuvio 1. Tutkimuksen rakenne	12
Kuvio 2. Sisäpiiriläisen harkinnan mittapuu	44
Kuvio 4 Tehokas omien osakkeiden hankintaohjelmamalli	73
Kuvio 5 Yhteenveto johtohenkilön toiminnan sääntelystä	118

Lyhenteet

AML	arvopaperimarkkinalaki
BJR	business judgment rule
COSO	Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission
EMCA	European Model Company Act
ESMA	The European Securities and Markets Authority Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen
EU	Euroopan unioni
HE	hallituksen esitys
KKO	korkein oikeus
MAR	markkinoiden väärinkäyttöasetus
OYL	osakeyhtiölaki

1 Johdanto

1.1. Tutkimuksen tausta

Johtohenkilöiden liiketoimien sääntely arvopaperimarkkinoilla tukee arvopaperimarkkinoita kohtaan tunnettua luottamusta ja lisää markkinoiden avoimuutta. Tämän vuoksi johtotehtävissä toimivien henkilöiden mahdollisuutta käydä kauppaa liikkeeseenlaskijan omilla osakkeilla on rajoitettu, jotta luottamus markkinoihin pystytään säilyttämään. Markkinoihin kohdistuvaa luottamusta ja avoimuutta tuetaan konkreettisesti johtotehtävissä toimivien henkilöiden ja heidän lähipiirinsä ilmoitusvelvollisuudella, jonka mukaan liiketoimet yhtiön liikkeeseen laskemilla arvopapereilla tulee ilmoittaa ja julkistaa.¹ Toinen konkreettinen esimerkki johdon sääntelystä on suljettu ikkuna, jonka mukaan johto ei voi käydä oman yhtiön osakkeilla kauppaa 30 päivää ennen osavuositarkastuksen tai tilinpäätöksen julkistamista².

Toimivilla arvopaperimarkkinoilla on taloudellinen merkitys, sillä ne toimivat elinehtona yritystoiminnalle. Johdon liiketoimia on syytä tutkia, koska heillä on hallussaan enemmän tietoa kuin markkinoilla. Johdon liiketoimet voivat olla sijoittajille arvokasta markkinatietoa ja kertoa mahdollisesti tulevasta kurssikehityksestä.³ Johdon liiketoimien avoimuuden lisäämisellä ennaltaehkäistään markkinoiden väärinkäyttöä⁴.

Johdon rooli yhtiölle on suuri, koska hallitus ja toimitusjohtaja tekevät yhtiötä koskevat merkittävimmät liiketoimintapäätökset. Onnistuneet liiketoimintapäätökset puolestaan ovat yhtiön liiketoiminnan jatkuvuuden edellytys. Toiset liiketoimintapäätökset ovat ruutiinomaisia, kun taas osa on suuremmassa roolissa yhtiön toimintaa.⁵

¹ Nasdaq Helsinki Oy 2016: 26

² Finanssivalvonta 2018a

³ Kauppalehti 2019

⁴ Markkinoiden väärinkäyttöasetus, johdanto-osa perustelukappale 58

⁵ Salo 2015: 1

1.2. Tutkimuksen tavoite

Tämän tutkimuksen tavoitteena on tutkia johtohenkilöiden liiketoimia arvopaperimarkkinoilla. Tavoite jakautuu kahteen erilliseen tutkimusongelmaan, joissa ensimmäisessä tutkitaan johtotehtävissä toimivien henkilöiden mahdollisuuksia ja velvollisuuksia arvopaperimarkkinoilla. Toinen tavoite on löytää vastaus siihen, mitä johto tekee ja ottaa huomioon yhtiössä päätöksentekoaikoina.

Tutkimusongelmat ovat:

1. Johtotehtävissä toimivien henkilöiden liiketoimiin vaikuttavat seikat arvopaperimarkkinoilla
2. Johdon toimintaan vaikuttavat seikat osana yhtiön päätöksentekoa

Ensimmäisessä tutkimusongelmassa käsiteltyä keskeisiä asiakokonaisuuksia ovat sisäpiiritieto ja sen velvoitteet johtotehtävissä toimiville henkilöille, tiedonantovelvollisuus ja ilmoitusvelvollisuus johtohenkilöiden näkökulmasta, osakkeiden hankinta- ja myyntijärjestelmät sekä johdon palkitsemisjärjestelmät. Näiden tarkastelu painottuu yksilön näkökulmaan.

Toisessa tutkimusongelmassa tarkastellaan niitä asioita, joita johdon tulee huomioida päätöksenteossaan. Tällaisia huomioitavia asioita ovat esimerkiksi päämies-agenttisuhde, lojaliteetti- ja huolellisuusvelvoite, yhdenvertaisuus sekä business judgment rule, riskienhallinta ja sisäinen valvonta ja raportointi. Tässä tarkastelussa näkökulmana on yksilön rooli osana johtoa päätöksentekoaikoina.

Johdon toimintaa lähestytään sekä yksilön näkökulmasta (ensimmäinen tutkimusongelma), että yhtiön päätöksenteon näkökulmasta (toinen tutkimusongelma). Näin siksi, että tällöin johdon roolia arvopaperimarkkinoilla voidaan tarkastella laajemmin.

Lähestymme arvopaperimarkkinaoikeudellista ilmiötä toiminnallisesta näkökulmasta. Arvopaperimarkkinoiden toimintaa yleisesti on tutkittu melko paljon, mutta johdon näkökulmasta tehtyjä tutkimuksia on huomattavasti vähemmän. Tällä tutkimuksella avataan sitä johdon laajaa tehtäväkenttää, jolla he työssään arvopaperimarkkinoilla toimivat.

1.3. Tutkimusmetodi ja käytetty aineisto

Voimassa olevaan oikeuteen kohdistuvaa tutkimusta kutsutaan oikeusdogmatiikaksi eli lainopiksi. Sillä on perinteisesti ollut kaksi tehtävää, jotka ovat oikeuden tulkinta ja systematisointi. Tutkimuskohteena on tällöin oikeusnormit ja oikeusnormilauseet. Lainopin lauseet kuvaavat voimassa olevaa oikeutta. Se ei silti ole pelkästään kuvaus oikeudesta, vaan lauseet voidaan katsoa kannanotoiksi siitä, kuinka oikeutta pitää tulkita, punnita ja systematisoida. Lainopin systematisoinnissa tutkitaan oikeudenalojen käsitteitä, teoreettisia rakennelmia ja oikeusperiaatteita. Tulkinta puolestaan keskittyy oikeusperiaatteiden punnintaan ja tasapainottamiseen.⁶ Aarnion mukaan lainopissa on tieteellinen asenne, jonka ytimessä on tulosten kontrolli. Kannanotot ovat kontrolloituja hypoteeseja, eivät mielipiteitä, arvauksia tai oletuksia.⁷

Tutkimuksemme kohdistuu juuri voimassa olevan oikeuden systematisointiin ja tulkintaan, joten tutkimusmetodimme on lainopillinen. Pyrimme asemoimaan johdon liiketoimien mahdollisuudet ja rajoitukset osaksi Suomen oikeusjärjestelmää. Tutkimuskohteenamme on nimenomaan johto elimenä, ja tarkoituksena on jäsentää johdon liiketoimista arvopaperimarkkinoilla ehyt kokonaisuus. Ensimmäisessä tutkimusongelmassa voimassa olevasta oikeudesta pyritään löytämään sellaiset tunnusmerkit, joilla johdon toimintaa arvopaperimarkkinoilla voidaan kuvata. Aarnio selventää, että kaikki oikeudellisten aineistojen systematisointi rakentuu sen pohjalle, että etsitään asioiden välisiä

⁶ Hirvonen 2011: 21-25

⁷ Aarnio 1989:53

yhteyksiä⁸. Tässä tutkimuksessa yritämme selvittää johtotehtävissä toimivien henkilöiden liiketoimiin vaikuttavien eri sääntelyiden yhteyksiä Suomen oikeusjärjestelmässä. Päälähteenä toimii erityisesti markkinoiden väärinkäyttöasetus (EU) N:o 596/2014 (MAR), joka tuli sovellettavaksi vuonna 2016. Lisäksi tutkimuksessa hyödynnetään komission delegoitua asetusta (EU) 2016/522, arvopaperimarkkinalakia, Helsingin pörssin sisäpiiriohjetta ja Finanssivalvonnan ohjeita ja suosituksia.

Toisen tutkimusongelman osalta systematisoidaan voimassa olevaa oikeutta, josta saadaan vastauksia johdon roolista yhtiön päätöksenteossa. Tällöin tutkitaan sitä sääntelyä, joka johtoon päätöksentekokoelimenä vaikuttaa. Päälähteenä tässä toimii osakeyhtiölaki ja arvopaperimarkkinalaki. Salo lisää, että juridiikan käyttäminen liiketoiminnassa ei ole päämäärä, vaan päätöksenteon apuväline, jota voidaan hyödyntää liiketoiminnan optimaalisessa suunnittelussa⁹.

1.4. Tutkimuksen rakenne

Tässä tutkimuksessa keskitytään johtohenkilöiden toimintaan arvopaperimarkkinoilla. Asema tuottaa johtotehtävissä toimiville henkilöille sekä mahdollisuuksia että rajoituksia. Toimintaan liittyviä mahdollisuuksia ja rajoituksia käydään läpi teemoittain ja liitetään lopuksi näkökulmaan myös yhtiön päätöksenteosta. Toisessa pääluvussa lähdetään lyhyesti liikkeelle arvopaperimarkkinoita koskevasta sääntelystä ja yleisistä arvopaperimarkkinoiden periaatteista. Sen jälkeen tarkastellaan johdolla olevaa informaatioetumatkaa arvopaperimarkkinoilla ja johdon roolia sekä vastuuta yhtiön päätöksenteossa. Nämä luovat pohjatietoa siitä ympäristöstä, jossa johtotehtävissä olevat henkilöt toimivat. Luku taustoittaa tutkimuksen etenemistä, koska siinä käsitellään johdon toimintaympäristöä, johdolla olevaa tietoa sekä heidän päätöksentekoansa.

⁸ Aarnio 1989: 293

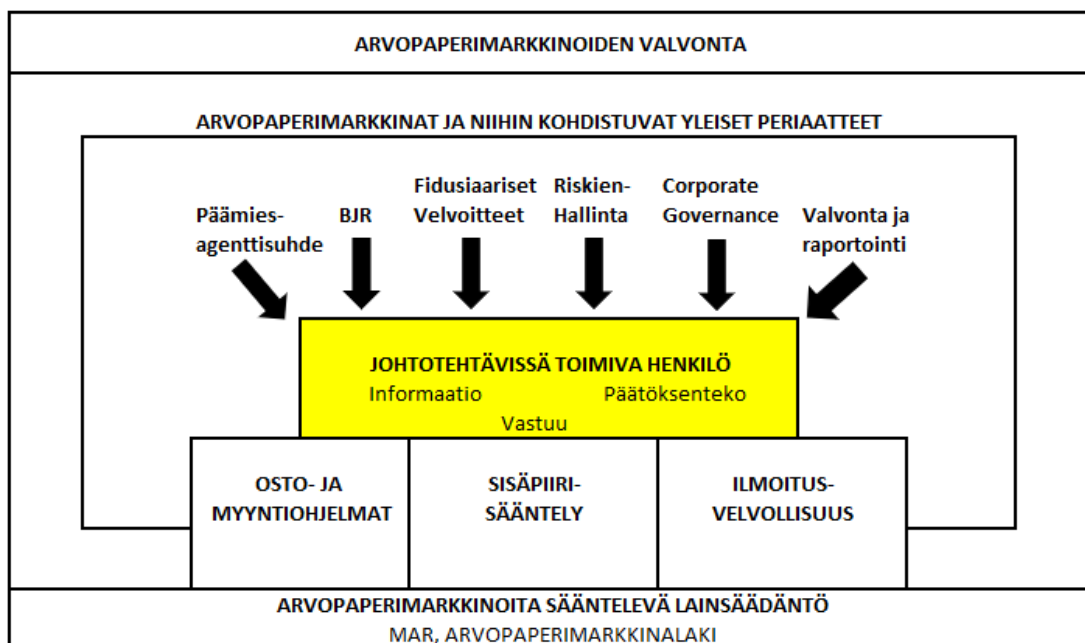
⁹ Salo 2015:12

Kolmannessa pääluvussa keskitytään sisäpiiritietoon johdon näkökulmasta. Luvun alussa kerrotaan lyhyesti sisäpiirisääntelystä ja sen tavoitteista arvopaperimarkkinoilla. Tämän jälkeen määritellään sisäpiiriasema, sillä kaikki johtotehtävissä toimivat henkilöt kuuluvat myös sisäpiiriin asemansa perusteella. Seuraavaksi siirrytään tarkastelemaan sisäpiiritiedon ominaispiirteitä. Näiden piirteiden tunnistaminen on tärkeää, jotta johto osaa työssään tunnistaa sisäpiiritiedoksi luokiteltavan tiedon. Johtotehtävissä toimiva henkilö ei saa käyttää sisäpiiritietoa kaupankäynnissä muuta kuin poikkeustilanteissa. Sisäpiirikauppoja ja niihin liittyviä laillisia toimintatapoja käsitellään kolmannen luvun loppupuolella. Neljännessä pääluvussa keskiössä ovat johdon ilmoitusvelvollisuus, yhtiötä koskeva tiedonantovelvollisuus johdon näkökulmasta ja suljettu ikkuna johdon liiketoimissa. Näiden avulla pystytään avaamaan sitä konkreettista toimintaa, mikä velvoittaa sekä julkisia osakeyhtiöitä että myös johtotehtävissä toimivia henkilöitä. Johtotehtävissä toimivien henkilöiden kaupankäynti kiinnostaa, koska heillä on myös lähtökohtaisesti usein pääsy sisäpiiritiedoksi luokiteltavaan tietoon. Neljännessä pääluvussa painottuu johdon velvollisuudet, joita sisäpiirisääntelystä heille aiheutuu.

Viidennessä pääluvussa tarkastellaan johdon hankinta- ja myyntiohjelmia sekä johdon palkitsemisjärjestelmiä. Luvun tarkoituksena on kuvata niitä keinoja, joilla johtotehtävissä toimiva henkilö voi laillisesti käydä kauppaa edustamansa yhtiön osakkeilla ilman pelkoa sisäpiirikaupoista tai sisäpiiritiedon väärinkäytöstä. Tässä luvussa keskitytään niihin seikkoihin, joiden mukaan johto voi poiketa sisäpiirisääntelystä.

Kuudennessa pääluvussa paino on johdon toiminnassa yhtiön päätöksenteon näkökulmasta. Luvussa pyritään löytämään vastauksia siihen, mitä johdon tulee ottaa huomioon niissä tilanteissa, kun yhtiö tekee päätöksiä. Tällaisia huomioon otettavia seikkoja ovat esimerkiksi huolellisuus- ja lojaliteettivelvoite sekä sitä seuraava business judgment rule. Lisäksi tarkastellaan osakkeenomistajien yhdenvertaisuusperiaatetta, riskienhallintaa sekä sisäistä valvontaa ja raportointia. Tutkimus on rakentunut kahden kirjoittajan yhteispanoksesta. Mäenpää on ollut päävastuullinen lukujen 1-4 kirjoittamisesta. Rannilan päävastuulla ovat olleet puolestaan luvut 5-7.

Alla oleva kaavio pyrkii selventämään tutkimuksemme rakennetta. Johtotehtävissä toimiva henkilö on väritetty keltaisella korostamaan sitä, että tutkimuksemme ydin on näiden henkilöiden toiminnassa. Jotta johtotehtävissä toimivien henkilöiden liiketoimien mahdollisuudet ja rajoitukset pystyy ymmärtämään, on syytä käydä läpi myös arvopaperimarkkinoiden toimintaa ja niihin liittyvää sääntelyä yleisemmin. Sisäpiiri, osto- ja myyntiohjelmat ja tiedonantovelvollisuus ovat johtotehtävissä toimivan henkilön laatikon alla, koska niihin johtotehtävissä toimivien henkilöiden mahdollisuudet ja rajoitukset pääosin liittyvät. Laatikon yläpuolelle on asetettu yhtiön näkökulmasta johdon päätöksentekoon vaikuttavia tekijöitä. Kaikki aiheeseen liittyvä sääntely tulee pääosin Euroopan komission ja neuvoston markkinoiden väärinkäyttöasetuksesta ja kansallisella tasolla tämä näkyy lähinnä arvopaperimarkkina-laissa. Koska sääntely on kaiken tämän tutkimuksen pohja, niin on nämä asetettu kaavion alaosaan. Kuvion yläosa kuvastaa arvopaperimarkkinoiden toiminnan yläpuolista valvontaa. Kuvio kokonaisuudessaan on pelkistetty vastamaan tutkimustamme, eikä sen ole tarkoitus toimia tyhjentyvänä kaaviona arvopaperimarkkinoista.



Kuvio 1 Tutkimuksen rakenne

2 Johtohenkilöiden rooli arvopaperimarkkinoilla

2.1. Johto ja arvopaperimarkkinasääntely

Pörssiyhtiön johtoon kuuluvan henkilön tulee olla luotettava henkilö, joka ei ole konkursissa ja jonka toimintakelpoisuutta ei ole rajoitettu. Ylimpään johtoon katsotaan kuuluvaksi muun muassa hallituksen jäsenet ja varajäsenet, toimitusjohtaja ja toimitusjohtajan sijainen. Johtoon kuuluvalla henkilöllä tulee olla myös tehtävän suorittamiseen tarvittava yleinen pörssitoiminnan tuntemus.¹⁰

Markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa asetetaan johtotehtävissä toimiville henkilöille ja heidän lähipiirilleen velvoitteita koskien kaupankäyntiä arvopaperimarkkinoilla. Lisäksi asetuksessa säädetään sisäpiirikaupoista, sisäpiiritiedon laittomasta ilmaisemisesta, markkinoiden manipuloinnista ja sisäpiiritiedon julkaisemisesta.¹¹ Sisäpiirisääntelyn ydin perustuu ajatukseen, että sisäpiiriläisillä on tiedollinen monopoliasema. Heidän oikeutetaan käyttää sisäpiiritietoa kaupankäynnissään on rajoitettu, jotta arvopaperimarkkinoilla toimivilla sijoittajilla on tasapuoliset toimintamahdollisuudet tehdä päätöksiä liikeeseenlaskijasta.¹² Markkinoiden väärinkäyttöasetus on sellaisenaan suoraan kansallisessa lainsäädännössä sovellettavaa oikeutta.¹³ Kansallisella tasolla johtohenkilöiden liiketoimista ja niiden rajoituksista on säädetty arvopaperimarkkinalain (AML) 12. luvussa¹⁴.

Arvopaperimarkkinalain keskeinen tehtävä on vahvistaa sijoittajien luottamusta arvopaperimarkkinoiden puolueettomuuteen ja tehokkuuteen¹⁵. Annola korostaa, että arvopaperimarkkinasääntelyn tavoitteena on ollut toimivien arvopaperimarkkinoiden

¹⁰ HE 32/2012: 13

¹¹ Finanssivalvonta 2018a

¹² Kurenmaa 2003: 1-2

¹³ Euroopan Unioni 2019a

¹⁴ Arvopaperimarkkinalaki 12.

¹⁵ Kurenmaa 2003: 36

luominen, jonka aikaansaaminen edellyttää markkinoiden puolueettomuutta ja tehokkuutta. Tehokkuus on pyritty turvaamaan arvopaperimarkkinoilla nimenomaan informaatiota koskevalla sääntelyllä. Puolueettomuus puolestaan sillä, että sijoittajilla on samantaiset mahdollisuudet saada markkinoilla olevaa tietoa ja käyttää hyväkseen tietoja arvopaperista ja liikkeeseenlaskijasta. Puolueettomuus katsotaan osaksi markkinoiden oikeudenmukaisuutta. Sisäpiirisääntelyllä nähdään vahva linkki nimenomaan markkinoiden oikeudenmukaisuuteen.¹⁶ Oikeudenmukaisuuteen viittaa myös Kurenmaa, koska hän kertoo sisäpiirisäännösten edistävän luottamusta markkinoihin ja suojaavan sijoittajia kollektiivisesti¹⁷.

Arvopaperimarkkinasääntelyllä pyritään myös markkinoiden avoimuuteen. Avoimien ja kansainvälisesti kilpailukykyisten pääomamarkkinoiden kehittäminen edistää rahoituksen saamista yli kansallisten rajojen.¹⁸ Markkinoiden avoimuuden puute johtaa epätehokkaisuksiin markkinoihin ja antaa markkinavoimaa niille, kenellä on käytössään tarkimmat tiedot¹⁹. Sijoittajien luottamus markkinoiden toimintaan on avainasemassa pohdittaessa markkinoiden häiriötöntä toimintaa. Markkinoiden tehtävänä on turvata sijoittajien yhdenvertainen kohtelu ja suojella sijoittajia sisäpiiritiedon väärinkäytöksiltä.²⁰

Seuraavassa kappaleessa tarkastellaan ensin yleisemmin arvopaperimarkkinoiden toimintaan liittyviä periaatteita, joita myös johtotehtävissä toimivien henkilöiden tulee noudattaa. Sen jälkeen kappaleet nojautuvat vahvemmin johtotehtävissä toimiviin henkilöihin. Ensin määritellään johtotehtävissä toimiva henkilö ja hänen lähipiirinsä, jonka jälkeen tarkastellaan johdolla olevaa tietoa ja johdon roolia päätöksenteossa.

¹⁶ Annola 2005: 62

¹⁷ Kurenmaa 2003: 37

¹⁸ Valtioneuvosto 2018

¹⁹ Euroopan Unioni 2019b

²⁰ Kurenmaa 2005: 27

2.2. Arvopaperimarkkinoiden yleiset periaatteet

Hyvä arvopaperimarkkinatapa

Ensimmäinen arvopaperimarkkinoiden yleinen periaate on hyvä arvopaperimarkkinatapa. Finanssivalvonnan tehtäväkenttään kuuluu finanssialalla noudatettavien käytäntöjen valvonta. Hyvä vakuutustapa, hyvä pankkitapa ja hyvä arvopaperimarkkinatapa ovat kaikki finanssitoimintaan kuuluvia tapoja, ja jokainen markkinoilla toimiva on velvollinen noudattamaan näitä tapoja. Ristiriitatilanteet ratkaistaan lähtökohtaisesti suoraan lain tai tapauksen sopimusehtojen mukaisesti. Mikäli tapaus on tulkinnanvarainen, on mahdollista, että hyvää tapaa käytetään lain tai sopimusehtojen tulkinnan tukena. Mikäli laki tai sopimusehdot eivät anna suoraa ratkaisua, voi hyvä tapa nousta ratkaisevaan asemaan ratkaisussa.²¹

Arvopaperimarkkinalain ensimmäisen luvun 2 § kieltää menettelyn hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti. Sen mukaan arvopaperimarkkinoilla tulee noudattaa periaatteita ja sääntöjä, jotka ovat toiminnassa mukana olevien toimijoiden mielipiteen mukaan oikeita ja kohtuullisia tapoja jokaisen sidosryhmän kannalta.²² Sisältöä ohjaa alan itsesääntelynormisto, johon kuuluvat esimerkiksi Helsingin pörssin säännöt, listayhtiöiden hallinnointikoodi, ostotarjouskoodi sekä Finanssialan keskusliitto ry:n suosituksen ja ohjeet. Lopullinen sisältö hyvälle arvopaperimarkkinatavalle määräytyy kuitenkin oikeuskäytännön kautta. Hyvään tapaan vaikuttavat oleellisesti myös arvopaperimarkkinaoikeudelliset periaatteet ja niihin kiinteästi liittyvät sääntelyn tavoitteet. Tällaisia tavoitteita ovat esimerkiksi markkinoiden puolueettomuus, tasapuolisuus, tehokkuus ja tavoite edistää markkinoihin kohdistuvaa luottamusta.²³

²¹ Raulos 2011: 2

²² Arvopaperimarkkinalaki 1.2§

²³ Parkkonen & Knuts 2014: 20

Kielto antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja

Toinen arvopaperimarkkinoiden periaate on kielto antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja. Arvopaperimarkkinalain ensimmäisen luvun 2 § kieltää arvopaperien ja muiden rahoitusvälineiden markkinoinnissa ja vaihdannassa sekä tiedonantovelvollisuutta täyttäessä totuudenvastaisten ja harhaanjohtavien tietojen antamisen, kun kyse on elinkeinotoiminnasta. Mikäli totuudenvastainen tai harhaanjohtava tieto tulee esille julkistamisen jälkeen, ja sillä voi olla olennaista merkitystä sijoittajalle, on virheellinen tieto oikaistava viivytyksettä tai täydennettävä tarpeellisella tavalla.²⁴

Rahoitusvälineiden vaihdanta sisältää sekä rahoitusvälineiden hankkimisen ja niiden luovuttamisen sekä kaupankäynnin. Elinkeinoiminnalla tässä yhteydessä tarkoitetaan toimintaa, jossa tehdään ammattimaisesti harjoitettua taloudelliseen tulokseen tähtäävää toimintaa. Markkinoinnilla puolestaan tarkoitetaan kaikkea sellaista toimintaa, joka edistää arvopaperien liikkeeseen saattamista ja vaihdantaa.²⁵

Tilanne on usein se, että juuri johtotehtävissä toimivat henkilöt ja heidän lähipiirinsä voivat syyllistyä totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen antamiseen. Heidän voidaan asemansa perusteella olettaa tietävän yrityksen suunnitelmista ja tilasta. Tällaista tietoa ei esimerkiksi sijoittajilla ole hallussaan.²⁶

²⁴ Arvopaperimarkkinalaki 1.2§

²⁵ Häyrynen & Kajala 2013: 54

²⁶ HE 293/1994: 23

Riittävien tietojen tasapuolinen pitäminen saatavilla

Arvopaperimarkkinalain kolmas yleinen periaate on velvollisuus pitää riittävät tiedot tasapuolisesti saatavilla.

”joka itse tai toimeksiannon nojalla tarjoaa arvopapereita tai hakee arvopaperin ottamista kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle tai monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään tai jolla on luvun 3-9 tai 11 tiedonantovelvollisuus, on velvollinen pitämään sijoittajien saatavilla riittävät tiedot seikoista, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon.”²⁷

Säännöstä sovelletaan liikkeeseenlaskijaan, tarjoajaan, arvopaperia kaupankäynnin kohteeksi hakevaan sekä toimeksiannosta toimiviin. Myös luonnolliset henkilöt ja oikeushenkilöt, esimerkiksi ostotarjouksen tekijät tai pörssiyhtiöt, ovat velvollisia tiedonantovelvollisuutensa nojalla pitämään riittävät tiedot tasapuolisesti saatavilla. Säännös ei kuitenkaan koske arvopapereiden markkinointia.²⁸

Mitä sitten on olennainen tieto ja miten sitä voidaan mitata? Olennaisella tiedolla tarkoitetaan sellaista tietoa, jota markkinoilla järkevästi toimiva sijoittaja todennäköisesti käyttäisi sijoituspäätöksensä perustana²⁹. Kun kyseessä on arvopaperimarkkinalain esitteeseen liittyvä tiedonantovelvollisuus, jatkuva tai säännöllinen tiedonantovelvollisuus, muu tiedonantovelvollisuus tai huomattavien ääniosuuksien ilmoitusvelvollisuus, tällöin tiedon olennaisuutta arvioidaan asianosaisen tiedonantovelvollisuuden näkökulmasta³⁰. Olennaisia tietoja ovat esimerkiksi yhtiön nykyinen taloudellinen kehitys ja arviot tulevista kehityksestä. Lisäksi olennaisia tietoja ovat esimerkiksi olennaiset muutokset tulevaisuutta koskevissa asioissa, yhtiökokouskutsu, yritysostot ja -myynnit, osakepohjaiset kannustinjärjestelmät sekä muutokset yhtiön hallituksessa tai johdossa.³¹

²⁷ Arvopaperimarkkinalaki 1.4§

²⁸ Häyrynen & Kajala 2013: 58

²⁹ Virtanen 2010: 34

³⁰ Häyrynen & Kajala 2013: 59

³¹ Virtanen 2010: 34-35

2.3. Johtotehtävissä toimiva henkilö ja hänen lähipiirinsä

Johtotehtävissä toimiva henkilö on markkinoiden väärinkäyttöasetuksen mukaan henkilö, joka on joko jäsen kyseisen yhteisön hallinto-, johto- tai valvontaelimessä tai ylemmän tason johtaja, jolla on säännöllinen pääsy kyseistä yhteisöä suoraan tai välillisesti koskevaan sisäpiiritietoon. Lisäksi hänellä on valtuus tehdä kyseistä yhteisöä koskevia päätöksiä ja näin ollen vaikuttaa tulevaan kehitykseen ja liiketoimintanäkymään³². ES-MAn tulkinnan mukaan liikkeeseenlaskijan johtotehtävissä toimiva henkilö tai hänen lähipiiriinsä kuuluva luonnollinen henkilö toimii lähipiiriyhteisön johtotehtävissä, mikäli hän vaikuttaa tai osallistuu yhteisön päätöksentekoon liikkeeseenlaskijan rahoitusvälineillä tehtävistä liiketoimista³³. Helsingin pörssin ohjeessa annetaan esimerkkeinä johtotehtävissä toimivista henkilöistä yhtiön hallituksen ja hallintoneuvoston jäsenet ja varajäsenet sekä toimitusjohtaja. Tilanteen mukaan myös esimerkiksi johtoryhmän jäsen voi olla johtotehtävissä toimiva henkilö, mikäli hänellä on oikeus tehdä kehitystä ja liiketoimintaa koskevia päätöksiä.³⁴

Myös johtotehtävissä toimivan henkilön lähipiiriä koskevat erityissäännökset arvopaperikaupassa. Lähipiiriin kuuluvat seuraavat henkilöt:

- puoliso tai lain mukaan sitä vastaava kumppani tai avopuoliso;
- lain mukaan huollettavana oleva lapsi;
- vuoden ajan samassa taloudessa asunut sukulainen (liiketoimien toteuttamisajankohtana);
- oikeushenkilö tai trusti;
- henkilöyhtiö, jonka johtotehtäviä tekee toinen johtotehtävissä oleva henkilö tai edellä kohdissa 1-3 mainittu luonnollinen henkilö, joka on kyseisen johtotehtävissä toimivan henkilön määräysvallassa tai sen puolesta toimiva. Myös

³² Markkinoiden väärinkäyttöasetus 2016: 1.3§

³³ Finanssivalvonta 2018b

³⁴ Nasqad Helsinki Oy 2018: 27

luonnollisen henkilön taloudelliset edut suhteessa johtotehtävissä toimivaan henkilöön voivat aiheuttaa lähipiirimääritelmän täyttävän suhteen.³⁵

Lähipiirimäärittely on tärkeää, sillä lähipiirisuhteella voi olla vaikutusta yhteisön voittoon tai tappioon ja sen taloudelliseen asemaan. On mahdollista, että lähipiirisuhteen vuoksi henkilö esimerkiksi toteuttaa sellaisia liiketoimintoja, joita ei ilman lähipiirisuhdetta toteuttaisi.³⁶ Lähipiirisäätely muuttui Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivillä 2017/828 (SHRD II) kesäkuussa 2019. Yksi muutos oli lähipiiritoimien määrittely ja niitä koskeva päätöksenteko ja julkistaminen yhtiössä. Sen tarkoituksena on edistää osakeyhtiölain esteellisyysäännösten mukaisesti osakeyhtiölain periaatteita, joita ovat osakkaiden yhdenvertaisuus, johdon huolellisuus ja lojaliteetti ja yhtiön voitontuottamistarkoitus.³⁷

2.4. Johtotehtävissä toimivilla henkilöillä olevan tiedon merkitys ja informaatioasymmetria

Kansallisella tasolla arvopaperimarkkinalain 12. luvussa säädetään sisäpiiriläisen ja hänen lähipiirinsä rahoitusvälineillä tekemien liiketoimintojen julkisuudesta. Säännös on informatiivinen ja sisältää säännökset sisäpiiriläisen oikeuksista ja velvollisuuksista.³⁸ Arvopaperimarkkinalain sääntelyllä pyritään tiedon tasaiseen jakautumiseen informaation käyttäjien kesken. Informaation sääntelyn tarkoitus on edistää tehokasta hinnanmuodostusta, sijoittajien luottamusta ja sijoittajansuojaa.³⁹

³⁵ Nasqad Helsinki Oy 2018: 27

³⁶ Villa 2019

³⁷ Valtiovarainministeriö 2019

³⁸ Häyrynen & Kajala 2013: 396

³⁹ Knuts 2014

Tiedon merkitys arvopaperimarkkinoilla on suuri. Tiedon pohjalta tehdään päätöksiä, jotka vaikuttavat markkinatoimijoiden sijoituspäätöksiin ja täten etulyöntiasema tiedon osalta markkinoilla voi muuntua varallisuuden kasvuksi.⁴⁰ Pörssissä noteeratun yhtiön osakkeen arvo muodostuu informaatiosta sekä siihen kohdistuvasta jatkuvasta analyysistä ja arvioinnista. Annola esittää asian myös kääntäen; arvopaperimarkkinoilla käydään kauppaa informaatiosta ja siihen perustuvasta tuotto-odotuksesta.⁴¹

Markkinoilla on aina henkilöitä, jotka saavat markkinoihin vaikuttavaa informaatiota ennen muita. Liikkeeseenlaskijan hallituksen jäsenet ja toimitusjohtaja ovat ensisijaisessa asemassa saamaan markkinoihin vaikuttavaa tietoa. Tieto voi olla levinnyt myös neuvonantajien, investointipankkiirien tai asianajajien tietoon ammatillisista syistä.⁴² Häyrysen mukaan informaatioasymmetria aiheutuu johdon ja sijoittajien välille jo siinä, ettei yhtiö voi julkistaa kaikkea informaatiotaan kilpailullisista syistä. Informaatioasymmetrisyys ilmenee siinä, että markkinainformaatio siirtyy aina viiveellä yhtiön sisäpiiriltä ulkopuolisille henkilöille.⁴³ Osakeyhtiölain näkökulmasta hallituksen jäseniä ja toimitusjohtajaa sitoo myös huolellisuusvelvoite. Sen mukaan hallituksen jäsenen on asemassaan pyrittävä edistämään yhtiön parasta. Tämän rikkomisesta hallituksen jäsen voi joutua vahingonkorvausvastuuseen.⁴⁴

Lau Hansen jakaa informaatioasymmetrian käsittelyn kolmeen eri vaihtoehtoon. Ensimmäinen niistä on velvollisuus julkistaa tiedot, jolloin informaatioasymmetria poistetaan. Toinen tapa on kieltää käyttämästä perusteetonta informaatioetua, jolloin heikommassa asemassa olevaa sijoittajaa suojataan sisäpiiriläisten liiketoimien tekemiseltä. Tätä tapaa kutsutaan tutummin arvopaperimarkkinalain mukaisesti sisäpiirikaupan kielloksi. Kolmas tapa on väärän tiedon kieltäminen, jolloin pyritään estämään uusien

⁴⁰ Knuts 2014

⁴¹ Annola 2005: 27

⁴² Kurenmaa 2003: 31

⁴³ Häyrynen 2005: 25

⁴⁴ Salonen 2000: 77

epäsymmetrioiden syntyminen markkinoille. Tästä taas käytetään tutummin nimeä markkinoiden manipuloinnin kieltö.⁴⁵

Arvopaperimarkkinoilla tapahtuvat häiriöt ja väärinkäytökset johtuvat suurimmaksi osaksi markkinoiden epätäydellisestä tai epätasapainoisesti jakautuneesta informaatiosta ja sen hyväksikäytöstä. Väärinkäyttösäännöksiä yhdistää se, että niillä pyritään nimenomaan ehkäisemään markkinoille aiheutuvaa epäsymmetriaa ja näin ollen suojaamaan sijoittajaa.⁴⁶ Tietojen epäsymmetrinen jakautuminen puolestaan aiheuttaa yleisen hintatason laskua, joka taas vaikuttaa haitallisesti markkinoiden sidosryhmiin. Iqbal ja Santhakumar ovat sitä mieltä, että informaation epäsymmetrinen jakautuminen tulee ikään kuin sivutuotteena siitä, että sisäpiiriläiset pystyvät tekemään kannattavia liiketoimia tietojensa avulla.⁴⁷

Sopimusoikeudellisesti heikommassa asemassa oleva osapuoli nauttii yleensä heikomman osapuolen suoja. Suoja perustuu osapuolten voima- ja resurssiepätasapainoon. Epätasapainoa synnyttäviä ulottuvuuksia on neljä ja ne ovat: tieto, ammattitaito ja kokemus, taloudelliset voimavarat, riskien hallintamahdollisuudet ja sopimusten laadintaan ja niiden ehtojen muodostamiseen liittyvät tekijät. Heikomman suoja on katsottu merkitykselliseksi erityisesti kuluttajan ja elinkeinon harjoittajan välillä sekä työntekijöiden ja työnantajan välisissä sopimussuhteissa.⁴⁸ Vaikka ulottuvuudet eivät suoraan sovellu yhtiön johdon ja osakkeenomistajien välisiin suhteisiin, voidaan samankaltaista voima- ja resurssiepätasapainoa kuitenkin nähdä myös niissä.

⁴⁵ Lau Hansen 2003: 83-84

⁴⁶ Häyrynen 2005: 25

⁴⁷ Iqbal & Santhakumar 2018: 54

⁴⁸ Salo 2016: 91

2.5. Johdon rooli ja vastuu päätöksenteossa

Johdon rooli yhtiön päätöksenteossa on suuri, sillä toimitusjohtaja ja hallitus tekee yhtiötä koskevat merkittävimmät liiketoimintapäätökset.⁴⁹ Johdolla on toimiessaan yleinen huolellisuusvelvollisuus yhtiötä kohtaan. Sen mukaan johdon on kaikessa päätöksenteossään pyrittävä edistämään yhtiön etua. Mikäli johtotehtäviin kuuluva henkilö rikkoo tätä velvoitetta, hän on velvollinen korjaamaan yhtiölle aiheutuneen vahingon. Jos tappiolliseksi osoittautunut liiketoimintapäätös on kuitenkin asianmukaisesti harkittu ja selvitetty, ei vahingonkorvausvelvollisuutta synny.⁵⁰ Vahingonkorvausvastuu saattaa syntyä esimerkiksi niissä tilanteissa, joissa hallituksen jäsen on toiminut omavaltaisesti, eikä päätös perustu asianmukaisesti tehtyyn päätökseen⁵¹.

Osakeyhtiölain mukaan johtoon kuuluva henkilö voi joutua vahingonkorvausvelvollisuuteen ainoastaan oman henkilökohtaisen tuottamuksensa perusteella. Suomen lainsäädännössä ei sen sijaan tunneta tilannetta, että hallitus asetettaisiin kollektiivisesti vastuuseen vahingosta, jonka aiheuttamiseen osa hallituksen jäsenistä on osallistunut. Arvopaperimarkkinoiden vahingonkorvaustilanteille on tyypillistä, että useimmiten korvausvelvollisuuteen joutuu yhtiö, joka toiminnassaan on rikkonut arvopaperimarkkinalakia. Vaikka hallituksen ja toimitusjohtajan tekemät päätökset tulevat lähtökohtaisesti päätöksen tehneen yhtiön korjattavaksi, pääsääntöön on arvopaperimarkkinalaissa myös poikkeuksia. Tällaisia poikkeuksia ovat muun muassa sisäpiirisäännökset, joiden rikkomisesta vastuussa on lähtökohtaisesti rikkomuksen⁵² tehnyt henkilö.⁵³

Suoraan arvopaperimarkkinalain 9:2 mukaan yhtiöjohto ei kuitenkaan voi joutua suoraan vahingonkorvausvelvollisuuteen. Vastuu voisi tällaisessa tapauksessa muodostua kohtuuttoman suureksi. Jos yhtiön johtohenkilön tuottamuksellisen toiminnan

⁴⁹ Salo 2015: 1

⁵⁰ HE 109/2005: 195-196

⁵¹ Norros 2009: 38

⁵² Esimerkiksi hallituksen kokouksessa saatu sisäpiiritieto, jota käytetään omiin henkilökohtaisiin arvopaperimarkkinakauppoihin.

⁵³ Norros 2009: 36-38

perusteella joudutaan maksamaan sijoittajille vahingonkorvausta, on yhtiöllä kuitenkin oikeus takautumisvaatimukseen johtohenkilöä kohtaan. Tämä tarkoittaa sitä, että tuotuksellaan vahingon aiheuttanut johtohenkilö on korvausvastuussa yhtiölle.⁵⁴

Johtoa velvoittavat fidusiaariset velvollisuudet, joita ovat huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuus⁵⁵. Huolellisuusvelvoite määritellään osakeyhtiölaissa melko yleisesti, mutta huolellisuusvelvoitteen määritelmää voi täydentää myös yhdysvaltaiseen doktriiniin nojautuen. Sen mukaan johdon on päätöksenteossaan ja valvontavelvollisuutta suorittaessaan hoidettava velvollisuutensa sillä huolellisuudella, jonka vastaavassa asemassa oleva henkilö voisi kohtuudella nähdä riittäväksi vastaavissa olosuhteissa. Näin ollen huolellisuusvelvoite nojautuu enemmän koko hallitusta koskevaan kollektiiviseen huolellisuusstandardiin. Huolellisuusvelvoitteeseen liittyy vahvasti riittävän informaation hankinta johdon päätöksenteon taustaksi.⁵⁶ Johdon huolellisuusvelvoite ja informaation hankinta päätöksenteon tueksi kuvastaa myös aiemmin esitetyn informaatioasymmetrian muodostumista. Johtotehtävissä olevat henkilöt ovat velvoitettuja asemansa perusteella hankkimaan tarpeeksi tietoa päätöksenteon tueksi, joten on luonnollista, että he saavuttavat myös informaatioetumatkaa suhteessa muihin markkinoilla toimiviin osapuoliin.

Lojaliteettivelvoite nähdään erityisesti johdon jäsenen henkilökohtaisiin velvollisuuksiin perustuvana. Sen mukaisesti johdon on suoritettava tehtävänsä hyvässä uskossa ja tavalla, jonka voi kohtuudella uskoa olevan yhtiön etu.⁵⁷ Lojaliteettivelvoitteen mukaan johdon tulee toimia lojaalisesti yhtiötä ja viimekädessä kaikkia osakkeenomistajia kohtaan. Lojaliteettivelvoitteen näkökulmasta johdon on otettava huomioon päätöksen vaikutukset pitkällä tähtäimellä. Tällaisia huomioitavia seikkoja ovat esimerkiksi työntekijöiden intressit, yhtiön liikesuhteiden edistäminen asiakkaiden ja muiden sidosryhmien kanssa ja yhtiön vaikutukset ympäristöön ja yhteiskuntaan.⁵⁸

⁵⁴ Norros 2009: 39

⁵⁵ Salo 2015: 1

⁵⁶ Salo 2015: 44-46

⁵⁷ Salo 2015: 44-46

⁵⁸ Salo 2015: 50-51

Huolellisuus- ja lojaliteettivelvoitetta noudattaen tehdyn päätöksen arviointiin voidaan soveltaa business judgment rule -oppia. Sen mukaan huolellisesti valmistelu ja tehty tappiollinenkaan liiketoimintapäätös ei aiheuta johdolle vahingonkorvausvelvollisuutta. Johdon vahingonkorvausvelvollisuuden näkökulmasta liiketoimintapäätöksen kriteerit on oltava tunnistettavissa ja mitattavissa.⁵⁹ Business judgment rulen oletuksena on, että johdolla ei ole asiassa intressiristiriitaa. Johdon osalta omaksi intressiksi lasketaan esimerkiksi se, että hän saa liiketoimesta jonkin tavanomaista suuremman edun. Business judgment rulen mukaan suojaan on oikeutettu vain siinä tilanteessa, että johto ei hanki päätöksellään etua itselleen.⁶⁰

Johdolla on siis informaatioetumatkaa suhteessa sijoittajiin ja velvoite toimia yhtiön edun mukaisesti päätöksenteossaan. Lisäksi heidän tulee toimia arvopaperimarkkinoiden yleisten periaatteiden mukaisesti. Nämä seikat ovat johdon toiminnan tausta ja lähtökohta. Seuraavassa tarkastellaan tarkemmin johdolle informaatioetumatkan tuovaa sisäpiiriasemaa, sisäpiiritietoa, sisäpiirikauppoja koskevaa sääntelyä ja sisäpiirilueteloita.

⁵⁹ Salo 2015: 2-3

⁶⁰ Salo 2015: 54-55

3 Johto ja sisäpiiritieto

3.1. Johdon sisäpiirisääntelyn tausta

Vielä sata vuotta sitten sisäpiiritiedon käyttö kaupankäynnissä oli toimintaa, jota ei pidetty moitittavana, vaan päinvastoin osoituksena hyvästä liikemiesvaistosta. Nykyään tilanne on toinen ja sisäpiiritoiminta on vahvasti säänneltyä. Alkujaan sisäpiirin kaupankäynniksi on katsottu toiminta, jossa yhtiön johtavassa asemassa toimiva henkilö käyttää asemansa perusteella saamaansa tietoa hyväkseen arvopaperikaupassa.⁶¹ Kansainvälisessä mittakaavassa Suomen sisäpiirisääntely on verrattain tuoretta, sillä Suomeen sääntely tuli vasta sen jälkeen, kun ulkomailla sisäpiiritoiminta oli jo laajasti kiellettyä. Voidaankin todeta, että ratkaisut Suomen lainsäädännössä ovat pitkälti vastauksia kansainväliseen kehitykseen.⁶² Sisäpiirisääntelyä pidetään tärkeänä, koska sisäpiiritiedon väärinkäyttö katsotaan yhdeksi merkittävimmäksi arvopaperimarkkinoiden luotettavuutta heikentäväksi asiaksi. Sisäpiirisääntelyn tavoite on lisätä markkinoiden luotettavuutta ja puolueettomuutta. Väärinkäytön kieltäminen turvaa sijoittajan asemaa antaen mahdollisuuden liikkeeseenlaskijasta saatavan tiedon tasavertaiseen käyttöön.⁶³

Yhtiön johtoon kuuluvilla henkilöillä on usein intressi ostaa ja omistaa yhtiön osakkeita. He voivat osoittaa omistuksella sitoutumista yhtiöön ja toimintansa tuloksellisuuteen. Kuitenkin päivittäinen työ tai luottamusasema pörssiyhtiön ytimessä tuottaa myös laajat tiedonsaantimahdollisuudet kyseistä pörssiyhtiötä koskevista asioista. On tavanomaista, että yhtiön johtoon kuuluvalla henkilöllä on ainakin välillä tiedossaan sisäpiiritiedoksi luokiteltavaa tietoa.⁶⁴ Sisäpiiritiedon vaikutus näkyy kurssissa usein vasta myöhemmin, mutta johtohenkilöillä tieto on ollut jo paljon aikaisemmin⁶⁵.

⁶¹ Kurenmaa 2003: 21

⁶² Annola 2005: 58-59

⁶³ Häyrynen & Pakkonen 2006: 1

⁶⁴ Parkkonen & Knuts 2014: 353-354

⁶⁵ Fried 2008: 464

Kuremaan perustelea sisäpiirisääntelyn tarvetta oikeudenmukaisuus- ja tehokkuusargumentilla. Sisäpiirisääntelyllä pyritään mahdollisimman suureen puolueettomuuteen, jotta luottamus arvopaperimarkkinoihin pystytään ylläpitämään. Ilman luottamusta olevat markkinat taas eivät toimi kunnolla. Mikäli sijoittavat epäilevät, että joillain henkilöillä on paremmat tiedot käytössä sijoituspäätöstensä tueksi, he alkavat vaatia sijoituksilleen suurempaa riskipreemiota. Sisäpiirikauppoja voidaan kuvailla myös epäeettisiksi, jolloin on moraalisesti häpeällistä käyttää sisäpiiritietoa hyväkseen. Moraalisen näkökulman lisäksi myös lainsäätäjän yleinen velvollisuus heikomman osapuolen suojeluun puoltaa sisäpiiritiedon väärinkäytön kieltoa. Kurenmaa käyttää tästä nimitystä oikeudenmukaisuusargumentti.⁶⁶

Tehokkuusargumentti vastaa kysymykseen siitä, onko taloudellisesti tehokasta toimintaa antaa sisäpiiriläisten vapaasti käyttää tietojaan hyväkseen arvopaperimarkkinakaupassa. Sisäpiiritiedon käyttöä on pyritty perustelemaan vahvasti useilla argumenteilla. Markkinoiden tehokkuuden on katsottu parantuvan, koska sisäpiirin kaupankäynnin salliminen auttaa arvopaperin kurssin asettumista oikealle tasolle nopeasti. Toinen sisäpiirisääntelyn vastustajien argumentti on se, että sisäpiirikaupankäynnin kieltä estää tiedon tulon markkinoille, mutta ei itsessään sisäpiirikauppoja. Tällöin tiukka kieltä tiedon hyödyntämisessä aiheuttaisi sen, että tiedon hankintaankaan ei kannusteta. Sisäpiirisääntelyn vastustajien mielestä sisäpiirikauppaa voitaisiin hyödyntää myös johdon palkitsemisen välineenä, jolloin se lisäisi johdon motivaatiota toimia yhtiön parhaaksi. Vaikka edellä on esitetty erilaisia sisäpiiritiedon väärinkäytön puoltavia argumentteja, on kuitenkin muistettava, että nykypäivänä sisäpiiritiedon väärinkäytön kieltä on laajasti tunnustettu. Nähdään, että on parempi saada estetyksi edes osa sisäpiirikaupoista, kuin sallia ne kokonaan.⁶⁷

⁶⁶ Kurenmaa 2003: 31-33

⁶⁷ Kurenmaa 2003: 28-30, 33

Sisäpiirisääntely on siis yksi niistä keinoista, joilla arvopaperimarkkinoiden tehokas ja puolueeton toiminta pyritään turvaamaan. Annolan mukaan keskeinen väline tehokkuuden ja puolueettomuuden saavuttamiseksi on informaatioon kohdistuva sääntely. Informaatiosta voidaan eritellä laatuun, määrään, leviämiseen ja tasapainoon kohdistuvia tavoitteita. Informaation tulee olla korkealaatuista ja yhdenvertaisesti saatavilla. Esimerkiksi informaation määrään perustuvan sääntelyn osalta olennaista on yhtiöitä velvoittava jatkuva ja säännöllinen tiedonantovelvollisuus (tiedonantovelvollisuutta käsitellään tarkemmin luvussa 4.2). Annolan mukaan sisäpiirisääntely auttaa luomaan yhdenvertaiset toimintamahdollisuudet sijoittajille, koska enemmän tietoa omaavien henkilöiden tiedon käyttöä on rajoitettu.⁶⁸

Aiemmin todettiin, että johdolla on usein tiedollinen etumatka suhteessa muihin markkinoilla toimiviin osapuoliin. Sisäpiirisääntely voidaan siis nähdä ratkaisuna juuri tähän arvopaperimarkkinoilla olevaan epätasaisen informaation jakautumisen ongelmaan. Tällöin johdolla olevan informaation käyttöä pystytään sääntelyllä rajoittamaan.

3.2. Johdon sisäpiiriasema

Sisäpiiriasema ja sisäpiiritieto ovat Annolan mukaan kaksi sisäpiirisääntelyn ydinkäsitettä⁶⁹. Suomen sisäpiiritiedon väärinkäyttöä koskevassa sääntelyssä ei eritellä erikseen tekijäpiirejä, joten kuka tahansa sisäpiiritiedon hyväksikäyttäjä voidaan tuomita⁷⁰. Sekä Kurenmaa että Annola ovat kuitenkin molemmat tehneet jaon ensimmäisen asteen/ensisijaisen ja toisen asteen/toissijaisen sisäpiiriläisiin. Jatkossa käytämme ensisijaisen/toissijaisen sisäpiiriläisten -käsitettä synonyymina ensimmäisen/toisen asteen sisäpiiriläisistä.

⁶⁸ Annola 2005: 59-63

⁶⁹ Annola 2005: 208

⁷⁰ Kurenmaa 2003: 164

Annolan mukaan ensisijaiseen sisäpiiriin kuuluvien tiedon saanti perustuu heidän statukseensa, oli se sitten asema, toimi, tehtävä tai osakkeenomistajuus. Näiden statusta voidaan arvioida kahden eri elementin avulla, ja ne ovat henkilön tietoisuus ja sisäpiiriläisyyden rajaaminen statuksen nojalla saatuun tietoon. Ensimmäinen tarkoittaa, että henkilön osalta ei edellytetä tietoisuutta sisäpiiriläisyyden ominaisuudesta. Henkilön tietoisuudella ei täten ole merkitystä moitittavuuden arvioinnissa. Sisäpiiriläisyyden rajaaminen statuksen perusteella saatuun tietoon merkitsee, että vielä sisäpiiritiedon saaminen ei johda henkilöä ensisijaiseen sisäpiiriin. Ratkaisevaa on, onko tiedon saamisen mahdollistanut status, joka johtaa poikkeuksellisen informaation saantiin.⁷¹ Myös hallituksen esityksessä mainitaan, että sisäpiiritiedon käyttö on ensisijaisen sisäpiiriläisen osalta perusolettama. Sen mukaan, jos ensisijaiseen sisäpiiriin kuuluvalla henkilöllä on hallussaan sisäpiiritietoa, hänen oletetaan myös käyttäneen sitä. Oletus voidaan kuitenkin kumota, jos vastanäytöllä pystytään se todistamaan.⁷²

Ensisijaiseen sisäpiiriin kuuluvat sellaiset henkilöt, jotka saavat sisäpiirintietoa liikkeeseenlaskijan hallinto-, johto- tai valvontaelimen jäsenyyden perusteella⁷³. Kohta sellaiseen vastaa täysin markkinoiden väärinkäyttödirektiivin kolmannen artiklan ensimmäistä alakohtaa⁷⁴. Ylin johto muodostaakin ydinjoukon koko ensisijaisesta sisäpiiristä⁷⁵. Tässä tutkimuksessa juuri ensisijaiseen sisäpiiriin kuuluvat henkilöt ovat tutkimuksen kohteena.

Annolan ja Kurenmaan mukaan ensisijaiseen sisäpiiriin kuuluvat lisäksi myös henkilöt, joilla tieto on hallussa liikkeeseenlaskijan pääoman osallisuutensa perusteella⁷⁶. Kurenmaan mukaan soveltamisalan laajuus konkretisoituu silloin, kun otetaan huomioon sääntelyn tavoite sisäpiiritiedon väärinkäyttö kaikilla mahdollisilla tavoilla. Harvoin pienomistajilla on edes mahdollisuutta päästä kiinni sisäpiirintietoon. Jos osakkeenomistajia

⁷¹ Annola 2005: 155-156

⁷² HE 174/2004: 60-61

⁷³ Kurenmaa 2003: 166

⁷⁴ Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi 2014: 3 artikla, 1. alakohta

⁷⁵ Kurenmaa 2003: 166-167

⁷⁶ Annola 2005: 154; Kurenmaa 2003: 167

pidetään ensisijaisina sisäpiiriläisinä, useissa maissa heidän omistukselleen on asetettu jokin prosentuaalinen tai sanallinen raja. Tällaisia ovat esimerkiksi *huomattava osakkeenomistus* tai 10 prosentin vähimmäisomistus.⁷⁷

Kolmannella ryhmällä tieto on hallussaan työhönsä, ammattiinsa tai tehtäviinsä liittyvien tiedonsaantimahdollisuuksien perusteella. Tähän kategoriaan kuuluu määrällisesti eniten henkilöitä, ja heitä voi olla esimerkiksi liikkeeseenlaskijan palveluksessa olevat talous- ja rahoitus- tai lakiasioiden hoitajat. Asemalla ei sinänsä ole merkitystä, vaan ratkaisevaa on, että työntekijä saa sisäpiiritietoa asemansa tai työtehtävänsä perusteella. Ensisijaisen sisäpiirin henkilöitä voivat olla myös henkilöt, joilla ei ole mitään luottamuksellista työ- tai sopimussuhdetta liikkeeseenlaskijaan. Tällaiset henkilöt voivat työskennellä esimerkiksi työntekijöinä pörssissä, verovirastossa, Kilpailuvirastossa tai tuomioistuimessa tuomarina.⁷⁸ Neljäs ryhmä ensisijaisessa sisäpiirissä ovat henkilöt, jotka ovat saaneet sisäpiiritiedon rikollisen toiminnan perusteella⁷⁹. Sisäpiiritieto on tällöin voitu saada tai hankkia anastamisen, lahjomisen, lahjuksen antamisen, luottamusaseman väärinkäyttämisen, tietomurron tai yritysvakoilun seurauksena⁸⁰.

Kaikkia näitä henkilöitä yhdistää se, että heillä on informaatioetu muihin sijoittajiin nähden⁸¹. Myös markkinoiden väärinkäyttödirektiivissä mainitaan nämä kaikki edellä esitellyt ryhmät⁸². Jo tämänkin perusteella on huomattavaa, että johtotehtävissä olevat henkilöt kuuluvat aina ensisijaiseen sisäpiiriin, joilla on informaatioetumatkaa muihin sijoittajiin nähden. Jos heidän liiketoimiaan ei olisi sääntelyllä rajoitettu, aiheuttaisi se markkinoiden vääristymistä.

Toissijainen sisäpiiri on helpommin määriteltävissä. Siihen kuuluvat henkilöt, joka tiesi, tai jonka olisi pitänyt tietää, että hänen saamansa tieto on sisäpiiritietoa. Tällöin hän ei

⁷⁷ Kurenmaa 2003: 167

⁷⁸ Kurenmaa 2003: 168

⁷⁹ Annola 2005: 154

⁸⁰ Häyrynen & Kajala 2013: 452

⁸¹ Annola 2005: 154

⁸² Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi 2014: 3. artikla

ole saanut tietoaan statuksensa perusteella. Toissijaiseen sisäpiiriin kuuluvat henkilöt saavat tietonsa useimmiten joltain ensisijaiseen sisäpiiriin kuululta henkilöltä. Jos yhteys ensisijaisen sisäpiiriläisen kanssa on osoitettavissa ja tunnistettavissa, on tieto lähes varmuudella sisäpiiritietoa. Jos taas yhteyttä ei pystytä näyttämään, ei tietoa välttämättä pystytä sen täsmällisyyden takia katsomaan sisäpiiritiedoksi.⁸³ Toissijaiseen sisäpiiriin kuuluvia henkilöitä voidaan Kuremaan mukaan kutsua myös vihjeen saajiksi. Tällaisia henkilöitä ovat esimerkiksi ensisijaisen sisäpiiriläisen ystävät, lähiomaiset tai liikekumppanit. Tämä tarkoittaa, että toissijainen sisäpiiri voi muodostua nopeasti kohtuullisen laajaksi.⁸⁴

Hallituksen esityksessä korostetaan vielä eroa ensisijaisten ja toissijaisten sisäpiiriläisten välillä. Oleellista on, että ensisijaiseen sisäpiiriin kuuluvat henkilöt saavat sisäpiiritiedon suoraan sen lähteeltä, ja he osaavat oman ammattitaitonsa perusteella myös arvioida tiedon olennaisuutta. Lisäksi heidän ajatellaan ymmärtävän toissijaisia sisäpiiriläisiä paremmin ne merkitykset, jotka mahdollisesta sisäpiiritiedon väärinkäytöstä aiheutuu. Tämä on myös yksi syy siihen, että ensisijaisen sisäpiirin henkilöiden rangaistukset ovat ankarampia suhteessa toissijaiseen sisäpiiriin.⁸⁵

Hallituksen esityksessä otetaan myös kantaa sisäpiiritiedon käyttäjän -määritelmään. Siinä korostetaan, että rikoksen tekijänä voi olla kuka tahansa sisäpiiritietoa hyväksi käyttävä henkilö. Vaikka usein henkilöt ovatkin yhtiön johtoon kuuluvia henkilöitä, rangaistusvastuuta ei poista se, että tietoa on käytetty sisäpiiririkoksen tavoin sisäpiiritietoa hyödyntäen. Tekijäpiirin avoimuus selventää myös sitä, että esimerkiksi liikeneuvotteluissa saatu sisäpiiritiedon hyväksi käyttäminen on rangaistavaa.⁸⁶

⁸³ Annola 2005: 170-172

⁸⁴ Kurenmaa 2003: 170

⁸⁵ HE 137/2004: 63

⁸⁶ HE 254/1998: 30-31

3.3. Sisäpiiritieto ja sen ominaisuudet johdon näkökulmasta

Markkinoiden väärinkäyttöasetuksen (MAR) mukaan sisäpiiritiedolla tarkoitetaan:

”luonteeltaan täsmällistä ja julkaisematonta tietoa, joka liittyy suoraan tai välillisesti yhteen tai useampaan liikkeeseenlaskijaan taikka yhteen tai useampaan rahoitusvälineeseen ja jolla, jos se julkistettaisiin, todennäköisesti olisi huomattava vaikutus kyseisten rahoitusvälineiden hintoihin tai niihin liittyvien rahoitusjohdannaisten hintaan.”⁸⁷

Samassa artiklassa b- ja c-kohdissa käsitellään myös hyödykejohdannaisiin ja päästöoi-
keuksiin liittyvää sisäpiiritietoa, mutta niiden käsittelyä ei nähdä tässä tutkimuksessa tar-
peellisena.

Sisäpiiritietoa hallussaan pitävällä on perusteeton informaatioetumatka suhteessa mui-
hin markkinatoimijoihin. Informaatioasymmetrian aiheuttaman tiedollisen epätasapai-
non hyödyntäminen sijoituspäätöksissä kielletään, koska asymmetrioiden hyödyntämi-
nen heikentää muiden sijoittajien halua sijoittaa markkinoille.⁸⁸ Johdolla on lähes aina
hallussaan sisäpiirintietoa asemansa perusteella, joten heillä on informaatioetumatka
verrattuna muihin markkinoilla toimiviin sidosryhmiin.

Johdon näkökulmasta sisäpiiritiedoksi muodostuu moni asia jo ennen niiden julkistamis-
velvollisuutta. Erilaiset suunnitelmat, joilla voi olla vaikutusta rahoitusvälineen arvoon,
lasketaan sisäpiiritiedoksi. Tällaisia suunnitelmia voisi olla esimerkiksi yritys- ja liiketoi-
mintajärjestelyihin liittyvät operaatiot. Lisäksi muutoinkin valmisteilla olevat asiat ja
hankkeet, joilla voisi julkisuuteen tullessaan olla vaikutus sijoittajien käsitykseen rahoi-
tusvälineen arvosta.⁸⁹

⁸⁷ Markkinoiden väärinkäyttöasetus 2016: 7.1 artikla

⁸⁸ Parkkonen & Knuts 2014: 321

⁸⁹ Häyrynen & Kajala 2013: 419

Sisäpiirintietoon liittyy kolme tyypillistä ominaisuutta, jotka ovat täsmällisyys, julkisuus ja olennaisuus. Seuraavassa käsitellään näiden ominaisuuksien roolia johdon liiketoiminnassa. Näiden ominaisuuksien tunteminen on tärkeää, jotta johto tietää päätöksenteossaan rajat sisäpiiritiedon ja liiketiedon välillä.

Tiedon täsmällisyys

Jotta tieto olisi Finanssivalvonnan mukaan täsmällistä, sen tulee viitata ilmenneisiin olosuhteisiin tai sellaisiin olosuhteisiin, joiden voidaan kohtuudella olettaa ilmenevän. Se voi viitata myös toteutuneeseen tapahtumaan tai sellaiseen tapahtumaan, jonka voidaan kohtuudella olettaa toteutuvan. Sisäpiiritieto on niin tarkkaa, että sen perusteella voidaan tehdä johtopäätöksiä edellä mainittujen olosuhteiden tai edellä mainitun tapahtuman mahdollisesta vaikutuksesta rahoitusvälineiden arvoon.⁹⁰ Johdon päätösten näkökulmasta tieto voi muodostua täsmälliseksi myös siinä tapauksessa, että tieto liittyy seikkoihin tai tapahtumiin, jotka ovat toisilleen vaihtoehtoisia. Tällöin yritysjohdon tarpeeksi pitkälle viedyt erilaiset suunnitelmat täyttävät sisäpiiritiedon täsmällisyyden vaatimuksen.⁹¹

Monien sisäpiiritiedoksi muodostuvien projektien lopputuloksen saavuttamisesta ei ole varmuutta heti alussa. Esimerkiksi yritystoihin liittyvä tapahtumaketju sisältää suunnitelmien tekoa, osapuolten välisiä neuvotteluja, organisatorisia ratkaisuja ja hankkeen toteuttamistapaan liittyviä keskusteluja. Tällaiset tapahtumaketjut saattavat muuntua josain vaiheessa sisäpiiritiedoksi, vaikka alkujaan käydyt keskustelut eivät sellaisia olisi-kaan. Monissa pitkäkestoisissa projekteissa on mahdollisuus sisäpiiritiedon väärinkäytön riskiin.⁹² Yhtiön toiminnassa tällaisista päätöksistä ja suunnitelmista on vastuussa yleensäkin yhtiön johtotehtävissä toimivat henkilöt ja hallitus⁹³. Heillä on tällöin tiedossaan täsmällistä sisäpiiritietoa.

⁹⁰ Finanssivalvonta 2018c

⁹¹ Häyrynen & Kajala 2013: 406

⁹² Pakkonen & Knuts 2014: 324

⁹³ Ks. Salo 2015: 1

Tiedon julkisuus

Tieto, joka on markkinoilla yleisesti tiedossa, ei voi olla sisäpiiritietoa. Sisäpiiritietoa voi olla ainoastaan tietoa, jota ei ole julkistettu tai se ei muutoin ole markkinoilla saatavilla.⁹⁴ Julkiseksi tietoa voidaan sanoa silloin, kun tieto on tullut yleisön ja tiedotusvälineiden saataville tiedotteessa tai asianmukaisesti järjestetyssä tiedotustilaisuudessa⁹⁵. Sisäpiiritiedolle on ominaista, että se on vaan suppean henkilöpiirin hallussa eli se ei ole yleisesti saatavilla⁹⁶. Lähtökohtaisesti esimerkiksi internetistä saatua tietoa ei voida pitää sisäpiiritietona. Jos henkilöllä on kuitenkin asemansa puolesta mahdollisuus saada sisäpiiritietoa haltuunsa, hän ei voi käyttää tietoaan vapaasti. Sisäpiiriläiset eivät esimerkiksi voi hyödyntää yhtiön internetsivuille vuotanutta tietoa.⁹⁷ Suppea henkilöpiiri lienee koostuvan useimmiten juuri yrityksen johtotehtävissä toimivista henkilöistä. Hehän ovat teke-mässä päätöksiä koskien yrityksen tulevaisuutta ja täten omaavat usein sisäpiiritietoa, jota eivät voi käyttää hyödykseen arvopaperimarkkinoilla.

Tiedon julkisuudessa painottuu ajallinen ulottuvuus. Käytännön näkökulmasta on kyse siitä, kuinka pian esimerkiksi pörssiyhtiön tulosjulkistuksen jälkeen johto voi käydä kaup-paa yhtiön arvopapereilla. Pörssitiedotteella julkistettu tieto etenee nopeasti, mutta siitä huolimatta on perusteltua rajoittaa pörssitiedotteen antamispäivä johdon kaupankäyn-niltä. Näin voidaan vahvistaa sijoittajien luottamusta yhtiön toimintatapoihin.⁹⁸

Sisäpiiritieto on markkinoiden väärinkäyttöasetuksen mukaan ilmaistava yleisölle niin pian kuin on mahdollista, kun kyseessä on liikkeeseenlaskijaa itseään koskeva sisäpiiri-tieto. Yleisöllä tulee olla nopea pääsy tietoon, eikä julkistamista saa sekoittaa esimerkiksi yrityksen markkinointiin.⁹⁹

⁹⁴ Häyrynen & Kajala 2013: 401

⁹⁵ Häyrynen & Kajala 2013: 401

⁹⁶ Häyrynen & Parkkonen 2006: 14

⁹⁷ Häyrynen & Kajala 2013: 402

⁹⁸ Parkkonen & Knuts 2014: 327-329

⁹⁹ Markkinoiden väärinkäyttöasetus 2016: 17 artikla

Markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa säädetään kuitenkin myös niistä tilanteista, joissa liikkeeseenlaskija voi oman harkintansa perusteella siirtää sisäpiiritiedon julkistamista. Tällainen tilanne on esimerkiksi se, että välittömällä julkaisemisella oletettavasti vaarannettaisiin liikkeeseenlaskijan tai muun osapuolen edut. Liikkeeseenlaskijan tulee myös pystyä varmistumaan siitä, että sisäpiiritieto pysyy luottamuksellisena vain tietyn henkilöpiirin hallussa. Julkaisu ei myöskään saa johtaa yleisöä todennäköisesti harhaan.

100

Johdon rooli tiedon julkistamatta jättämisessä on suuri. Heidän tulee kyetä arvioimaan, onko tietoa omiaan johtamaan yleisöä harhaan. Tällaista pohdintaa tulee tehdä harkinnanvaraisesti ja monen sidosryhmän näkökulmasta. On eri asia miettiä, johtaako ilmoittamatta jättäminen piensijoittajaa tai ammattisijoittajaa harhaan.

Tiedon olennaisuus

Sisäpiiritiedon tulee olennaisesti vaikuttaa arvopaperin arvoon tai hintaan ollakseen sisäpiiritietoa. Riittää, että tiedolla on mahdollista olla olennainen vaikutus, tosiasiallisella kurssin vaihtelulla ei ole niinkään suurta merkitystä asiaa arvioitaessa. Tiedon olennaisuutta arvioidaan objektiivisesti, kuvitteellisen, järkevän sijoittajan näkökulmasta.¹⁰¹ Olennaisuutta arvioitaessa on kiinnitettävä huomiota sekä vaikutuksen olennaisuuden että olennaisen vaikutuksen todennäköisyyden arviointiin. Tiedon olennaisuutta voidaan arvioida ex ante -näkökulmasta. Se tarkoittaa, että tietoa arvioidaan käyttöhetken näkökulmasta, eikä niin, että sisäpiiritiedon toteutuessa vaikutus näkyisi arvopaperin hinnassa.¹⁰² Hallituksen esityksessä mainitaan, että tyypillisesti päivittäiset muutokset kursivaihtelussa ovat alle 3 prosentin suuruisia. Hallituksen esityksessä korostuu, että muutokset on pyrittävä suhteuttamaan markkinoiden tyypillisiin muutoksiin. Pelkkä

¹⁰⁰ Markkinoiden väärinkäyttöasetus 2016: 17 artikla

¹⁰¹ Häyrynen & Parkkonen 2006: 17

¹⁰² Häyrynen & Kajala 2013: 413

arvopaperin arvon tai hinnan muutos ei tällöin ole riittävä.¹⁰³ Huomattavalla vaikutuksella rahoitusvälineen arvoon puolestaan tarkoitetaan tietoa, jota järkevästi toimiva sijoittaja todennäköisesti käyttäisi yhtenä sijoituspäätöksen perusteena.¹⁰⁴

Olenaisuuden arviointi tulee suorittaa jo siinä vaiheessa, kun sisäpiiritietoa hyödyntävä toiminta toteutetaan tai vastaavasti sisäpiiritiedon synnyttämä toimintavelvoite laiminlyödään¹⁰⁵. Tämä korostaa johdon vastuuta tiedon olenaisuuden arvioinnissa, koska heillä tieto on ensimmäisenä.

3.4. Sisäpiiritiedon tyypit

Aiemmin on esitetty, että informaation epätasainen jakautuminen johtaa markkinoiden vääristymiseen ja tämän takia sitä säädellään¹⁰⁶. Annola on esitellyt myös tavan, jolla sisäpiiritieto jaetaan kahteen eri osaan sen perusteella, minkälaista informaatiota sääntely koskee. Kaikkeen informaatioon sääntely ei ulotu. Sisäpiiritieto voidaan tyypitellä kahteen eri tyyppiin sen mukaan, miten sääntely koskee niiden sisältämää informaatiota. Nämä tyypit ovat yritystieto ja ulkoinen tieto.¹⁰⁷

Yritystieto on keskeisin sääntelyn kohde ja suurin osa sisäpiiritiedosta muodostuu juuri yritystiedosta. Sillä tarkoitetaan yrityksen sisällä muodostuvaa yrityksen osakkeeseen tai muuhun arvopaperin arvoon vaikuttavaa tietoa. Yritystieto rakentaa automaattisesti informaatioedun niille henkilöille, jotka ovat tätä informaatiota tuottamassa. Eihän sijoittajilla ole mahdollisuutta saada tietoonsa tällaista sisäpiiritietoa, ellei kyseessä ole julkinen tieto.¹⁰⁸

¹⁰³ HE 254/1998: 35

¹⁰⁴ Markkinoiden väärinkäyttöasetus 2016: 7 artikla

¹⁰⁵ Parkkonen & Knuts 2014: 336

¹⁰⁶ Ks. Häyrynen 2005: 25

¹⁰⁷ Annola 2005: 97-98

¹⁰⁸ Annola 2005: 98-99

Parkkonen & Knuts käyttävät yritystiedosta käsitettä liikkeeseenlaskijatieto. Tähän kuuluvat esimerkiksi merkittävä tilaus, huomattava investointipäätös, liiketoiminnan uudelleen-suuntaus tai yrityskauppa. Lisäksi yhtiön tulosta tai taloudellista tilaa koskevat äkilliset muutokset ovat liikkeeseenlaskijatietoa. Edelleen liikkeeseenlaskijatiedoksi voidaan katsoa tietyt viranomaisten päätökset. Tällaiset liikkeeseenlaskijan liittyvät tiedot katsotaan lähtökohtaisesti sisäpiiritiedoksi.¹⁰⁹ Tutkimuksen kannalta juuri yritystieto on keskeisessä, koska se syntyy johtotehtävissä olevien henkilöiden taholla. Liikkeeseenlaskijatietoa on käytössä erityisesti johtotehtävissä toimivilla henkilöillä, koska he saavat tietoa juuri statuksensa tai ammattinsa perusteella.

Ulkoinen tieto on nimensä mukaan yrityksen ulkopuolella syntyntä tietoa. Tämä voidaan edelleen jakaa markkinatietoon ja virallistietoon. Virallistieto on viranomaisten tuottamaa ja heidän hallitsemaansa tietoa. Esimerkkejä tällaisesta tiedosta ovat viranomaisten ratkaisuihin liittyvät tiedot sekä viranomaispäätöksiä ja suunnitelmia koskevat tiedot. Virallistieto on useimmiten julkistettua tietoa, mutta tosiasiallisen yhdenvertaisuuden puuttuminen tiedon saamisesta voi muuttaa tiedon myös sisäpiiritiedoksi. Koska virallistieto on viranomaisten hallitsemaa tietoa, heillä on myös statuksensa puolesta erityinen asema saada tietoa haltuunsa. Tämä antaa viranomaisille informaatioedun, joka puolestaan synnyttää oletuksen hyväksikäytön moitittavuudesta.¹¹⁰

Markkinatieto puolestaan on tietoa, on muuta kuin yritys- tai virallistietoa. Markkinatiedon piiriin kuuluvan informaation muodostuminen ei automaattisesti edellytä rakenteellista informaatioetua. Tämä on myös kaikkea markkinatietoa yhdistävä tekijä, vaikka sisällöllisesti markkinatieto voi olla hyvin monenlaista. Markkinatietoa ovat esimerkiksi arvopaperin kysyntään ja tarjontaan liittyvät tiedot ja yrityksen ulkopuolisiin innovaatioihin liittyvä informaatio, joka heijastuu arvopaperin arvoon. Markkinatiedosta voidaan eritellä vielä analyyttinen tieto ja innovaatiotieto. Esimerkiksi innovaatiotiedon osalta on

¹⁰⁹ Parkkonen & Knuts 2014: 340

¹¹⁰ Annola 2005: 99-100

huomattavaa, että tieto voi olla yritystietoa tai innovaatiotietoa riippuen siitä, missä paikassa tieto on syntynyt ja kenen hallussa se on.¹¹¹

Yrityksen johtohenkilöt siis omaavat sisäpiiritietoa ja vielä tarkemmin määriteltynä yritystietoa, koska he ovat mukana päätöksenteossa ja osaltaan myös operatiivisessa toiminnassa. Tästä seuraavaa informaatioetumatkaan liittyvää sääntelyä siirrytään tarkastelemaan seuraavaksi sisäpiirikauppojen muodossa.

3.5. Sisäpiirikaupat

Suomen rikoslaissa säädetään seuraavista arvopaperimarkkinarikoksista: sisäpiiritiedon väärinkäyttö, sisäpiiritiedon ilmaiseminen, markkinoiden manipulointi ja arvopaperimarkkinoita koskeva tiedottamisrikos. Sisäpiiritiedon väärinkäytöstä ja markkinoiden manipuloinnista säädetään myös törkeä tekotapa. Sisäpiirikaupat kuuluvat näistä rikoksista sisäpiiritiedon väärinkäytön alle.¹¹²

Markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa määritellään sisäpiirikaupan kielto ja sisäpiiritiedon laitton ilmaiseminen. Ne ovat molemmat säädetty laissa kielletyksi toiminnaksi.¹¹³ Myös suostuttelu ja houkuttelu on kielletty kaikin keinoin markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa. Sisäpiirikauppoja koskevia säännöksiä sovelletaan ensisijaiseen ja toissijaiseen sisäpiiriin.¹¹⁴ Myös esimerkiksi toimeksiannon peruuttaminen sisäpiiritiedon saannin jälkeen lasketaan sisäpiirikaupaksi. Sisäpiirikaupan yksi olennainen piirre on, että tiedon käytöllä saadaan perusteetonta kolmansien osapuolien vahingoksi, joilla ei ole kyseistä tietoa. Sisäpiirikauppojen kieltä koskevaa sääntelyä sovelletaan silloin, kun sisäpiiritiedon omaava henkilö käyttää perusteettomasti tiedon antamaa etua tehden kyseisen arvopaperiliiketoimen markkinoilla. Lisäksi

¹¹¹ Annola 2005: 100-101

¹¹² Rikoslaki 51.

¹¹³ Markkinoiden väärinkäyttöasetus 2016: 14 artikla

¹¹⁴ Markkinoiden väärinkäyttöasetus 2016: 8 artikla

rahoitusmarkkinoiden luotettavuus ja sijoittajien luottamus kärsivät.¹¹⁵ Sisäpiirikauppa on kiellettyä, mutta se ei tarkoita, että kaikki johtoon kuuluvien sisäpiiriläisten kaupankäynti yhtiön omilla osakkeilla olisi kiellettyä. Kiellon piiriin kuuluu nimenomaisesti sellainen kaupankäynti, jossa sisäpiiriläiset käyttävät sisäpiiritietoa hyväkseen.¹¹⁶

Fried tarkastelee sisäpiirikauppoja kriittisesti. Hänen mukaansa johtajilla oleva sisäpiiritieto näkyy osakkeen arvossa vasta myöhemmin siitä hetkestä, kun johtohenkilö on saanut sisäpiiritiedon itselleen. Tämän vuoksi Fried näkee haastavana saada todistetuksi se, että sisäpiiriläinen olisi tehnyt suunnitelmia arvopaperien ostosta tai myynnistä jo aiemmin. Myös tiedon olennaisuuden raja on Friedin mukaan melko korkea, jolloin ei-olennaisena olevaa tietoa voi käyttää hyväkseen.¹¹⁷

Johtajien käymä arvopaperikauppa on lähtökohtaisesti suurennuslasin alla. Jos johto tekee arvopaperikauppaa, se voi aiheuttaa helposti kahdenlaisia ongelmia. Ensimmäinen liittyy sisäpiiritiedon käyttöön arvopaperikaupassa ja nimenomaisesti kaupan oikea-aikaisuuteen. Toiseksi esimerkiksi toimitusjohtajan osakkeiden myynti antaa muulle johdolle kannustimen ostaa osakkeet lyhyen aikavälin myyntivoittojen saamiseksi.¹¹⁸

Saksalaisessa tutkimuksessa selvitettiin muun muassa sitä, kenellä sisäpiiriläisistä on eniten epäeettisiä tapoja arvopaperikaupoissaan. Sisäpiiriläiset jaoteltiin toimitusjohtajiin, hallituksen jäseniin ja yhtiön muihin sisäpiiriläisiin. Päivittäisiin liiketoimintoihin osallistuvilla toimitusjohtajilla on usein kahta muuta ryhmää parempi mahdollisuus päästä käsiksi sisäpiiritietoon. Tämän vuoksi heillä saattaa olla houkutus nostaa esimerkiksi tietynlaiset asiat yhtiön uutisointiin. Toisaalta taas toimitusjohtajat tiedostavat olevansa sääntelyviranomaisten valvonnan alaisuudessa tarkemmin kuin muut sisäpiiritietoa omaavat henkilöt. Tämä taas heikentää toimitusjohtajien uskallusta käyttää sisäpiiritietoa

¹¹⁵ Markkinoiden väärinkäyttöasetus 2016: johdanto-osan perustelukappale 23

¹¹⁶ Kurenmaa 2003: 4

¹¹⁷ Fried 2008: 465

¹¹⁸ Fried 2008: 454-455

kaupankäynnissään. Hallituksen jäsenten ja muiden sisäpiiriläisten kaupankäynti ei ole ehkä yhtä tarkkaan valvottua verrattuna toimitusjohtajiin.¹¹⁹

Ryhmien osakkeiden ostokäyttäytymisessä selvisi tutkimuksessa eroavaisuuksia. Toimitusjohtajat eivät juurikaan käy kauppaa ennen sisäpiiritietoon liittyviä julkistuksia. Hallituksen jäsenien ostoista on puolestaan havaittavissa, että he käyvät kauppaa ennen sisäpiiritiedon julkistamista ja täten ansaitsevat voittoa. Hallitukseen verrattava trendi oli myös muilla sisäpiiriin kuuluvilla henkilöillä.¹²⁰

Markkinoiden väärinkäyttöasetuksen mukaan jo sisäpiiritiedon hallussapito ja käytön yrittäminen katsotaan sisäpiirikaupaksi. Tämä lähtökohtainen oletama ei kuitenkaan rajoita puolustautumisoikeuksien käyttöä. Jotta voidaan selvittää, onko henkilö syyllistynyt sisäpiirikauppaan, on ensin tarkasteltava asetuksen tarkoitusta, joka on rahoitusmarkkinoiden luotettavuuden ja sijoittajien luottamuksen säilyttäminen. Sijoittajia on kohdeltava yhdenmukaisesti ja sen vuoksi sisäpiiritiedon perusteettomalta käytöltä suojataan.¹²¹ Sisäpiiritiedon käyttöoleman mukaan sisäpiiriläisen on kyettävä todistamaan, että kaupankäynnille on ollut jokin muu hyväksyttävä syy. Kyseessä on siten todistustaakaa kääntävä presumptiosäännös.¹²² Joskus johtotehtävissä toimivat jopa joutuvat epäroimään omien liiketoimiensa kanssa, koska pelkäävät omaavansa olennaista tietoa, joka johtaa kiellettyyn sisäpiirikauppaan. Joissain tilanteissa johto voi myydä osuuksiaan myös sen takia, että yksinkertaisesti tarvitsee rahaa henkilökohtaiseen käyttöönsä.¹²³

Yhteisöjen tuomioistuimen (EY) antoi vuonna 2005 tuomion Tanskassa tapahtuneesta tapauksesta, joka koski sisäpiirikauppaa ja sisäpiiritiedon laitonta ilmaisemista. Kyseisessä tapauksessa rahoitusalan ammattijärjestö A:n puheenjohtajana toimi henkilö X. Pörssissä noteeratussa merkittävässä rahoitusyhtiö B:ssä hallituksen jäsenenä

¹¹⁹ Dymke & Walter 2008: 198

¹²⁰ Dymke & Walter 2008: 198-199

¹²¹ Markkinoiden väärinkäyttöasetus 2016: johdanto-osan perustelukappale 24

¹²² Häyrynen & Kajala 2013: 466

¹²³ Lau Hansen 2003:90

puolestaan toimi henkilö Y. Näiden kahden yhtiön välille oli solmittu yhteistyötoimikunta, jossa Y edusti X:n toimesta ammattiyhdistystä. Sisäpiiritiedon laitton ilmaiseminen tuli kyseeseen, kun Y ilmaisi X:lle tietoja fuusioneuvotteluiden aloittamisesta toisen merkittävän rahoitusyhtiön kanssa. Tämän lisäksi X ilmaisi Y:ltä saamiensa kyseisiä tietoja A:n muulle henkilökunnalle, jotka puolestaan tekivät välittömästi saamiensa tietojen pohjalta liiketoimia arvopaperimarkkinoilla. Tapaus jatkui vielä niin, että Y:n saadessa lisätietoja fuusioneuvottelujen etenemisestä, hän välitti uudet tietonsa jälleen X:lle. X keskusteli työntekijöidensä kanssa muun muassa fuusion aikataulusta ja niiden vaikutuksesta arvopaperin kurssiin. A:n työntekijät tuomittiin laittomista sisäpiirikaupoista.¹²⁴

Tapauksessa X ja Y tuomittiin laittomasta sisäpiiritiedon ilmaisemisesta. Tuomioistuin vetosi muun muassa siihen seikkaan, että sisäpiiritiedon ilmaiseminen on sallittu ainoastaan henkilön työn, ammatin tai tehtävien suorittamisen välillä ja jos se on ehdottoman tarpeellista. Tanskan kansallisen lainsäädännön nojalla sisäpiiritiedon ilmaisukiellon poikkeuksia oli tulkittava suppeasti ja tarkasteltava myös sisäpiiritiedon arkaluonteisuutta. Tuomioistuin otti kantaa myös siihen, että tapauksessa sisäpiiritietoa oli ilmaistu useasti ja jokaisella uudella sisäpiiritiedon ilmaisemisella voidaan lisätä vaaraa tämän tiedon väärinkäytöstä.¹²⁵

3.6. Sisäpiiriläisen lailliset toimintatavat sisäpiirikaupassa

Kaikki sisäpiirikaupat eivät ole kiellettyjä. Niistä säädetään markkinoiden väärinkäyttöasetuksen 9 artiklassa. Sallittuja tilanteita on viisi ja seuraavassa käydään ne lyhyesti läpi. Kaikissa seuraavissa tilanteissa oikeushenkilöllä on tai on ollut hallussaan sisäpiiritietoa, mutta katsotaan, ettei henkilö ole käyttänyt kyseistä tietoa ja siten tehnyt sisäpiirikauppoja hankinnan tai luovutuksen perusteella. Ensimmäisessä tilanteessa henkilö on ottanut käyttöön ja pannut täytäntöön tarpeeksi riittävät ja tehokkaat keinot sen

¹²⁴ C-384/02

¹²⁵ C-384/02

varmistamiseksi, ettei henkilöllä, joka teki oikeushenkilön puolesta päätöksen hankkia tai luovuttaa rahoitusväline, ole ollut käytössään sisäpiiritietoa. Henkilö ei ole myöskään kehottanut, suositellut tai houkutellut tekemään liiketoimia rahoitusvälineillä, johon hänen sisäpiiritietonsa liittyvät.¹²⁶

Toinen tilanne liittyy siihen, että henkilö toimii rahoitusvälineelle, johon tieto liittyy, markkinatakaajana tai henkilönä, joka saa toimia vastapuolena. Henkilö on myös voinut saada luvan suorittaa toimeksiantoja kolmannen osapuolen toimesta. Tällöin toimeksianto tulee olla toteutettu laillisesti osana henkilön tavanomaista työn, ammatin tai tehtävien suorittamista. Kolmas laillinen keino sisäpiiritiedon käyttämiseen on, että henkilö suorittaa liiketoimen erääntyneen velvoitteen täyttämiseksi vilpittömässä mielessä. Lisäksi kyseisen liiketoimen tulee johtua toimeksiannosta tai sopimuksesta, joka tehtiin ennen sisäpiiritiedon saamista.¹²⁷

Neljäs tapaus koskee tilannetta, jossa kyseinen henkilö on saanut sisäpiiritiedon julkisen ostotarjouksen tai sulautumisen yhteydessä. Tällöin hän saa käyttää sisäpiiritietoa vain ja ainoastaan kyseisen sulautumisen tai julkisen ostotarjouksen toteuttamiseen. Edellytyksenä on myös, että kyseisen yhtiön muut osakkeenomistajat hyväksyvät sulautumisen tai ostotarjouksen ja sisäpiiritieto on julkistettu tai se on lakannut olemasta sisäpiiritietoa.¹²⁸

Viidennessä tilanteessa henkilö käyttää omia tietojaan siitä, että hän on päättänyt hankkia tai luovuttaa rahoitusvälineitä joka tapauksessa¹²⁹. Kurenmaa selventää, että henkilön on siis tullut tehdä päätös arvopaperikaupasta jo ennen sisäpiiritiedon saamista ja että kaupassa käytetyt ehdot eivät ole muuttuneet sisäpiiritiedon saamisen jälkeen.

¹²⁶ Markkinoiden väärinkäyttöasetus 2016: 9 artikla

¹²⁷ Markkinoiden väärinkäyttöasetus 2016: 9 artikla

¹²⁸ Markkinoiden väärinkäyttöasetus 2016: 9 artikla

¹²⁹ Markkinoiden väärinkäyttöasetus 2016: 9 artikla

Varmintä olisi, jos henkilöllä olisi näyttää kirjallisesti jotain, mikä todistaa hänen päättäneen tehdä kaupat jo ennen sisäpiiritiedon saamista.¹³⁰

Kurenmaa, Häyrynen ja Parkkonen ovat käsitelleet niitä käytännön tilanteita, joissa sisäpiiritietoa omaavien henkilöiden liiketoimet ovat sallittuja. Lähtökohtaisesti Rikoslaki edellyttää hyötymistarkoitusta, mutta arvopaperimarkkinalaki estää käyttämästä sisäpiiritietoa liiketoimissa.¹³¹ Kurenmaa kutsuu erilaisista ennakolta suojaa antavista säännöksistä yleisnimitystä turvasatama. Se tarkoittaa, että tietyissä tilanteissa ja tietyn tunnusmerkistön täytyessä kyseistä tekoa ei pidetä kiellettynä. Turvasatamaan kuuluvat säännökset voivat liittyä markkinaolosuhteisiin, todistustaakkaan ja henkilön mielentilaan tai tulkintaohjeisiin.¹³²

Henkilö nauttii suojaa, mikäli hänellä on lakiin, sopimukseen tai viranomaisen määräykseen perustuva velvollisuus käydä kauppaa. Lisäedellytyksenä on usein myös se, että velvoitteen on pitänyt syntyä jo ennen sisäpiiritiedon haltuun saamista.¹³³ Lainsäädäntöön liittyvät velvoitteet luopua osakkeista ovat harvinaisia. Yhtenä esimerkkinä voidaan kuitenkin mainita tilanne, jossa rahoitusyhtiön on lainsäädännöstä tai sijoitusrahaston säännöistä johtuen luovuttava tietyistä arvopapereista. Tällaista tilannetta ei luonnollisesti voida lukea sisäpiiritiedon väärinkäytöksi.¹³⁴

Toinen mahdollinen tapaus sisäpiiritiedon hyväksi käyttämiseen ilman rikosoikeudellista vastuuta on silloin, jos molemmilla osapuolilla on tiedossaan sama sisäpiiritieto. Sisäpiirisäännöksethän suojaavat nimenomaan kaupan heikompa osapuolta, ettei vahvempi osapuoli pysty käyttämään suhteessa parempia tietojansa heikomman osapuolen vahingoksi. Jos molemmilla on samat tiedot, ei tilanteessa synny

¹³⁰ Kurenmaa 2003: 181

¹³¹ Häyrynen & Parkkonen 2006: 35; Kurenmaa 2003: 175

¹³² Kurenmaa 2003: 175

¹³³ Kurenmaa 2003: 176

¹³⁴ Häyrynen & Parkkonen 2006: 36

informaatioepätasapainoa.¹³⁵ Kurenmaa lisää, että tämän tarkoituksena on suojata esimerkiksi asianmukaisesti hoidettuja yritysjärjestelyitä¹³⁶.

Häyrynen ja Parkkonen ovat esitelleet kolmantena tapauksena erikseen yritys- ja liiketoimintaostot. Niille tilanteille on tyypillistä, että tavoitteet ovat eri kuin yleensä arvopaperikaupassa. Jos esimerkiksi osakkeenomistaja myy koko osakekantansa, niin lähtökohtaisesti ostaja on usein kiinnostunut vaikutusvallasta yhtiön liiketoiminnassa, eikä niinkään itse osakkeista sijoitusmielessä. Jos siis neuvottelujen kohteena on jokin muu kuin pelkkä osakkeen arvo, on neuvotteluosapuolten voitava vaihtaa tietoja kohteen arvon määrittämiseksi ja kauppahintaan käytettävän osake-erän arvon arvioimiseksi. Molemmat osapuolet käyttävät samaa tietoa hyödyksi kaupankäynnissä, mutta ovat estettyjä käyttämään tietoaan markkinoilla suhteessa muihin sijoittajiin. Tähän kuuluvat myös Due Diligence -tarkastus ja MBO-kaupat.¹³⁷

Viimeinen turvasatamasäännös koskee julkisia ostotarjouksia. Sen mukaan julkista ostotarjousta koskevaa tietoa ei ennen tarjouksen päättämistä ja sen julkaisemista ole pidettävä sisäpiiritietona hänelle, joka on tarjouksen tehnyt tai hänelle, joka sitä suunnittelee. Muut henkilöt eivät kuitenkaan saa käyttää hyväkseen tietoa siitä, että tietävät jonkun suunnittelevan julkisen ostotarjouksen tekemistä.¹³⁸

Kurenmaa muistuttaa, että Suomen lainsäädäntöön varsinaisia *turvasatamasäännöksiä* ei ole kirjattu. Siitä huolimatta esiteltynä keinoja voi käyttää myös Suomessa puolustaakseen omaa väitettään. Kurenmaan mielestä olisi hyvä, jos olisi etukäteen mahdollisuus turvata toimensa ja vedota lakiin näiden sääntöjen noudattamisessa.¹³⁹ Kappaleen loppuun esitellään vielä havainnollistava kaavio siitä, miten sisäpiiriläinen voi omaa harkintaansa käyttäen punnita mahdollisuutta tehdä sisäpiirikauppaa.

¹³⁵ Häyrynen & Parkkonen 2006: 37

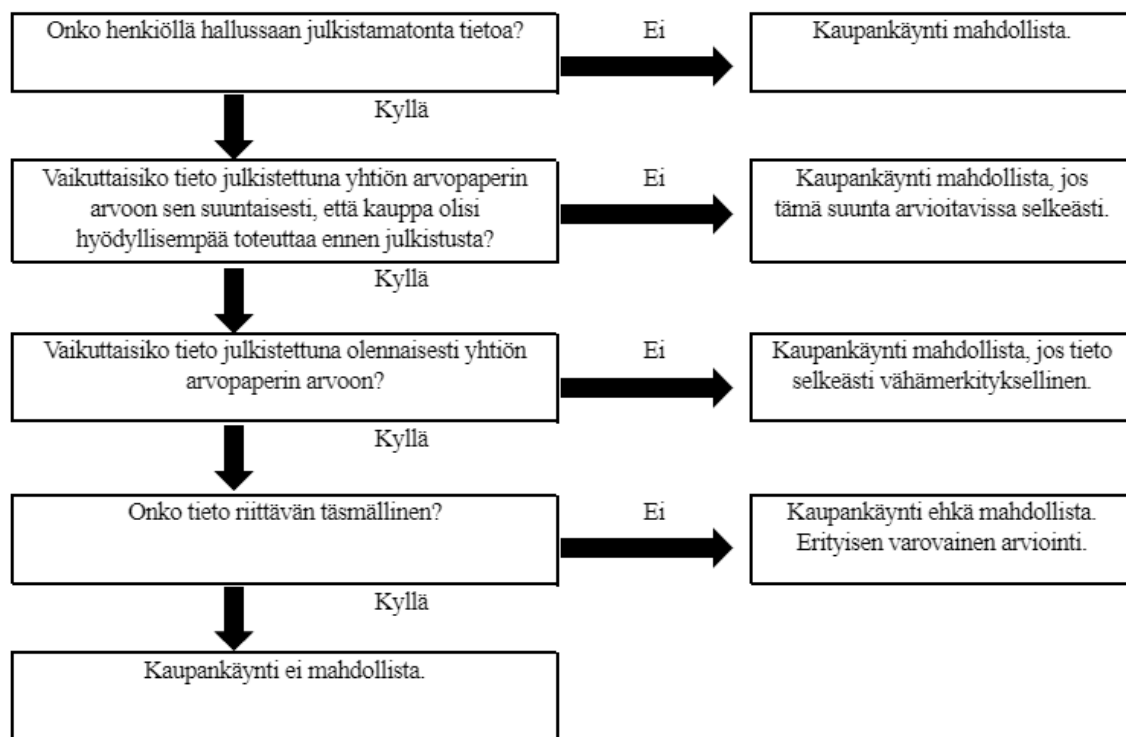
¹³⁶ Kurenmaa 2003: 181

¹³⁷ Häyrynen & Parkkonen 2006: 39-41

¹³⁸ Häyrynen & Parkkonen 2006: 41

¹³⁹ Kurenmaa 2003: 182

Häyrynen ja Parkkonen ovat kehittäneet sisäpiiriläisen arvopaperikaupankäyntiin soveltuvan päätöspuun, jota voi käyttää harkitessaan arvopaperikaupankäyntiä sisäpiiriläisenä. Puun vaiheissa arvioidaan ensinnä sitä, onko henkilöllä hallussaan jotain julkaisematonta tietoa. Tieto voi olla kokonaan julkaisematonta tai vaihtoehtoisesti osittain julkaisematonta. Toisessa vaiheessa arvioidaan millainen vaikutus (positiivinen vai negatiivinen) julkistettavalla tiedolla olisi arvopaperin kurssiin. Kolmantena vaiheena arvioidaan tiedon olennaisuutta eli sitä, olisiko se omiaan vaikuttamaan arvopaperin kurssiin. Neljäntenä arvioidaan tiedon täsmällisyyttä lähinnä siitä näkökulmasta, miten pitkällä esimerkiksi hanke tai tapahtumaketju on.¹⁴⁰



Kuvio 2 Sisäpiiriläisen harkinnan mittapuu¹⁴¹

¹⁴⁰ Häyrynen & Parkkonen 2006: 22

¹⁴¹ Häyrynen & Parkkonen 2006: 23

Koska johtotehtävissä toimivat henkilöt ovat lähtökohtaisesti kaikki sisäpiiriin kuuluvia, he voivat myös hyödyntää kuviota omassa arvopaperikaupankäynnissään. He voivat myös arvioida, onko heillä käytössään jokin sisäpiirikaupoista poikkeava syy, jonka vuoksi kaupankäynti olisikin mahdollista. Tällaisen mittapuun käyttö voi olla johdolle hyödyllistä myös siitä näkökulmasta, että aina tarkastelisi kaupankäyntiään arvopaperimarkkinoilla johdonmukaisesti.

3.7. Sisäpiiriluettelot

Aiemmin pörssiyhtiöiden tuli ylläpitää julkista sisäpiirirekisteriä verkkosivuillaan johtohenkilöidensä liiketoimista, jotka ylittivät ilmoitusvelvollisuuden raja-arvon. Julkisten sisäpiirirekisterien ylläpitäminen on korvattu nykyään MAR-asetukseen pohjautuen ilmoittamalla liiketoimet pörssitiedotteilla raja-arvon ylittyessä. Koska aikaväli johtohenkilön sekä hänen lähipiirinsä liiketoimista ilmoittamiseen Finanssivalvonnalle on rajallinen, vain kolme päivää, tulee yhtiön sisäisten menettelytapojen olla tehokkaita. Kolmen päivän aikaikkunassa johdolta ja hänen lähipiiriltänsä tulee saada liiketoimia koskevat tiedot, tiedot tulee käsitellä ja julkistaa.¹⁴²

Sisäpiiriläisten ilmoitusvelvollisuudella ja julkistamalla johdon liiketoimet vahvistetaan läpinäkyvyyttä arvopaperimarkkinoilla ja markkinatoimijoiden yhdenvertaisuus lisääntyy. Sisäpiiriin kuulumattomat markkinatoimijat voivat pörssitiedotteiden kautta arvioida sisäpiiriläisten sijoituskäyttäytymistä, jonka on koettu vahvistavan luottamusta arvopaperimarkkinoihin.¹⁴³

Yrityskohtaisten ei- julkisten sisäpiiriluetteloiden laatiminen ja päivittäminen pohjautuu MAR 18 artiklan sääntelyyn ja sen nojalla annettuun komission täytäntöönpanoasetukseen (EU) 2016/347. Sisäpiiriluetteloiden velvoite koskee liikkeeseenlaskijoita tai tahoja,

¹⁴² Pörssisäätiö 2016: 38

¹⁴³ Knuts 2011: 339

jotka toimivat heidän lukuunsa, kuten neuvonantajia ja konsultteja. Liikkeeseenlaskijan lukuun tai puolesta toimivalla on itsenäinen velvollisuus sisäpiiriluetellon laatimisesta ja toimittamisesta viranomaiselle. Sisäpiiriluetelloon kirjataan kaikki henkilöt, joilla on pääsy sisäpiiritietoon, ja jotka työsopimuksen perusteella työskentelevät näille tahoille.¹⁴⁴

Sisäpiiriluetellon ylläpito voidaan ulkoistaa liikkeeseenlaskijan puolesta tai lukuun toimivalle. Tavallisesti tällöin listayhtiön puolesta toimiva luo myös oman sisäpiiriluetellon omille työntekijöilleen, jotka ovat saaneet haltuunsa listayhtiön sisäpiiritietoa.¹⁴⁵ Sisäpiiriluetellon laatimisesta vastaa liikkeeseenlaskija itse tällaisessa tilanteessa ulkoistamisperiaatteiden mukaisesti. Jos sisäpiiriluetellon ylläpito on ulkoistettu kokonaan kolmannelle taholle, joka ei toimi liikkeeseenlaskijan lukuun tai puolesta, liikkeeseenlaskija vastaa tässäkin tapauksessa luettelon laatimisesta ja päivittämisestä loppupuleissa itse.¹⁴⁶

Sisäpiiriluetelloon kuuluu merkitä henkilöt, joilla on pääsy sisäpiiritietoon, ja henkilöt, jotka ovat liikkeeseenlaskijan kanssa työsuhteessa tai muuten suorittavat tehtäviä, joiden kautta päästään käsiksi sisäpiiritietoon. Tällaisia tehtäviä voivat suorittaa esimerkiksi neuvonantajat, kirjanpitäjät tai luottoluokituslaitokset.¹⁴⁷

Sisäpiiriluetelloon kirjattavien henkilöiden on oltava tietoisia sisäpiirisäätelyyn liittyvistä seuraamuksista. Tämän liikkeeseenlaskija tai sen puolesta tai lukuun toimiva taho varmistaa kirjallisella hyväksynnällä sisäpiiriluetellon henkilöiltä. Sisäpiiriläiselle tarvitsee hyväksyntä tehdä vain kerran, jonka jälkeen riittää viittaaminen velvoitteisiin ja seuraamuksiin.¹⁴⁸

¹⁴⁴ Finanssivalvonta 2018c

¹⁴⁵ Pörssisäätiö 2016: 37

¹⁴⁶ Finanssivalvonta 2018c

¹⁴⁷ Finanssivalvonta 2018c

¹⁴⁸ Finanssivalvonta 2018c

Yhtiössä voi samanaikaisesti olla erilaatuista sisäpiiritietoa, jolloin sisäpiiriluetello ajetaan osioihin sen perusteella, millaisesta sisäpiiritiedosta on kysymys. Sisäpiirintieto voi perustua esimerkiksi yhtiölle merkittävään sopimukseen tai hankkeeseen kuten yritys-kauppaan. Jokaiseen osioon tulee luetella ne henkilöt, joilla on samaan sisäpiirintietoon pääsy. Yhtiön sisäpiiriluetelossa voi olla erillinen osio, johon on merkitty henkilöt, joilla on aina tietoisuus kaikesta yhtiön sisäpiirintiedosta. Tällaiseen pysyvään sisäpiiriluetelloon päätyvät listayhtiössä asemansa puolesta muun muassa hallituksen jäsenet, toimitusjohtaja ja muut ylimpään johtoon kuuluvat henkilöt.¹⁴⁹

Kun hanke tai muu järjestely etenee pisteeseen, jossa sitä koskeva tieto kategorisoituu sisäpiiritiedoksi, syntyy yhtiölle samalla hetkellä velvollisuus laatia erillinen osio sisäpiiriluetelloon hankkeesta tai muuta järjestelystä. Samalla syntyy myös velvollisuus kyseisen sisäpiiritiedon julkistamisesta.¹⁵⁰

Tiedot siitä, mitä sisäpiiriluetelloon laitetaan, eroavat hiukan riippuen onko kyseessä hankekohtainen sisäpiiriluetello vai pysyvä sisäpiiriluetello¹⁵¹. Komission täytäntöönpanoasetuksen mukaan seuraavat tiedot tulee olla molemmissa luettelotyypeissä:

- Sisäpiiriläisen etunimi (-nimet) ja sukunimi sekä syntymäsukunimi (-nimet), jos eri kuin nykyinen sukunimi
- Sisäpiiriläisen työpaikan puhelinnumero
- Liikkeeseenlaskijan nimi ja osoite
- Sisäpiiriläisen tehtävä ja syy, miksi kyseinen henkilö on sisällytetty sisäpiiriluetelloon
- Päivämäärä ja kellonaika, jolloin henkilö on saanut pääsyn sisäpiiritietoon (hankekohtainen sisäpiiriluetello)

¹⁴⁹ Pörssisäätiö 2016: 38

¹⁵⁰ Pörssisäätiö 2016: 38

¹⁵¹ Finanssivalvonta, 2018c

- Päivämäärä ja kellonaika, jolloin henkilön pääsy sisäpiiritietoon on päättynyt (hankekohtainen sisäpiiriluettelo)
- Päivämäärä ja kellonaika, jolloin henkilö on lisätty luetteloon (pysyvä sisäpiiriluettelo)
- Sisäpiiriläisen syntymäaika
- Sisäpiiriläisen kansallinen henkilötunnus
- Sisäpiiriläisen henkilökohtaiset puhelinnumerot
- Sisäpiiriläisen täydellinen kotiosoite
- Sisäpiiriluetteloon merkitään myös sisäpiiriluettelon osion perustamisen päivämäärä ja kellonaika, viimeisimmän päivityksen tekemisen päivämäärä ja kellonaika sekä ajankohta, jolloin sisäpiiriluettelo on toimitettu viranomaiselle.¹⁵²

Johto kuuluu siis asemansa perusteella ensisijaiseen sisäpiiriin ja heidät merkitään myös sisäpiiriluetteloon. Sisäpiirisääntely kieltää johtoa pääsääntöisesti käyttämästä sisäpiiritietoa hyödykseen kaupankäynnissään, jolla taas pyritään sijoittajien yhdenvertaiseen kohteluun ja tehokkaaseen hinnanmuodostukseen. Sisäpiiritieto-käsitteen sisäistäminen on tärkeää, koska se toimii pohjana monille johtoa velvoittaville toiminnoille.

Kokonaisuudessaan sisäpiiritiedon käsite liittyy läheisesti tiedonantovelvollisuuden käsitteeseen. Tässä luvussa on jo osittain sivuttu tiedonantovelvollisuutta sisäpiiritiedon näkökulmasta, mutta seuraavassa luvussa tarkastellaan tiedonantovelvollisuutta johdon näkökulmasta. Seuraavassa luvussa käsitellään myös johdon omien osakekauppojen ilmoitusvelvollisuutta ja suljettua ikkunaa.

¹⁵² Komission täytäntöönpanoasetus 2016: 5-7

4. Johdon transaktioihin liittyvät elementit

4.1. Tausta

Johdolla on päätöksentekoon vaikuttavista seikoista enemmän tietoa kuin osakkeenomistajilla. Tätä kutsutaan auktoriteettiasemaksi ja siitä voi toisinaan seurata myös oman edun tavoittelua. Jotta tällaista oman edun tavoittelua ei tulisi, johdon toiminnalle on säädetty erilaisia kannustimia ja valvontaa.¹⁵³ Sääntelyn avulla onkin tarkoitus estää informaatioepätasapainosta aiheutuva hyöty sisäpiiriläisille. Tarkoitus on vahvistaa sijoittajansuojaa, koska sijoittajilla vastaavanlaista tiedon etumatkaa ei ole.¹⁵⁴

Johdon liiketoimien valvonnaksi voidaan katsoa johdon liiketoimien ilmoitusvelvollisuus. Sen avulla pyritään turvaamaan rahoitusvälineen hinnanmuodostuksen luotettavuutta. Ilmoitusvelvollisuus velvoittaa yhtiön sisäpiiriläisiä ilmoittamaan kyseisen liikkeeseenlaskijan rahoitusvälineomistuksensa ja -kauppansa. Sisäpiiriläisillä itsellään ei ole julkistamisvelvollisuutta, vaan julkistamisesta vastaa yhtiö, jonka tehtävänä on ylläpitää sisäpiirirekisteriä.¹⁵⁵ Johdon liiketoimiin kohdistuva ilmoitusvelvollisuus voidaan kokonaisuutena nähdä yleistä tiedonantovelvollisuutta täydentävänä mallina.¹⁵⁶

Sisäpiiriläisiä laajemmin pörssiyhtiöitä koskee arvopaperimarkkinalain mukaan tiedonantovelvollisuus, joka pitää sisällään sekä jatkuvan että säännöllisen tiedonantovelvollisuuden¹⁵⁷. Tiedonantovelvollisuus turvaa sijoittajien yhdenvertaista, tasapuolista ja samanaikaista asemaa saada tietoja liikkeeseenlaskijasta ja sen arvopaperista. Tiedonantovelvollisuus koskee kaikkia niitä liikkeeseenlaskijoita, joiden arvopaperi on kaupan käynnin kohteena säännellyllä markkinalla tai monenkeskisessä

¹⁵³ Salo 2015: 42

¹⁵⁴ Lau Hansen 2003: 83

¹⁵⁵ Parkkonen & Knuts 2014: 384-385

¹⁵⁶ Lau Hansen 2003:90

¹⁵⁷ Arvopaperimarkkinalaki 6. ja 7.

kaupankäyntijärjestelmässä.¹⁵⁸ Vaikka tiedonantovelvollisuus koskee lähtökohtaisesti liikkeeseenlaskijaa, johto voidaan kuitenkin nähdä sinä elimenä, jolla eriarvoiseen asemaan vaikuttavaa tietoa on eniten.

Kun yhtiön julkinen arvopaperi on noteerattu pörssissä, yhtiötä koskee tiedonantovelvollisuus. Tällöin yritys sitoutuu markkinoilla vallitseviin normeihin, eikä se voi vapaasti toimia tiedon julkistamisen suhteen.¹⁵⁹ Tiedonantovelvollisuus syntyy listalleottoesitteestä listautumisvaiheessa¹⁶⁰. Kuremaa toteaa, että keskeinen keino saavuttaa arvopaperimarkkinoiden puolueettomuus ja tehokkuus, on säätää mahdollisimman kattava tiedonantovelvollisuus ensi- ja jälkimarkkinoille. Liikkeeseenlaskijoita velvoittavan tiedonantovelvollisuuden myötä sijoittajilla onkin omilla päätöksillään mahdollisuus vaikuttaa arvopaperin hintakehitykseen.¹⁶¹

Seuraavassa käsitellään markkinoiden yleistä tiedonantovelvollisuutta johdon näkökulmasta. Sen jälkeen tarkastellaan johtotehtävissä toimivien henkilöiden ilmoitusvelvollisuutta ja kaupankäyntiin liittyviä rajoituksia. Yhtiön johdossa toimivia henkilöitä koskee tarkennetut vaatimukset arvopaperimarkkinoilla tapahtuvassa kaupankäynnissä.

4.2. Jatkuva ja säännöllinen tiedonantovelvollisuus johdon näkökulmasta

Jatkuva tiedonantovelvollisuus johdon näkökulmasta

Liikkeeseenlaskijan velvollisuus on huolehtia, että yhtiön osakkeenomistajilla ja muilla markkinoilla toimivilla sijoittajilla on oikeat, riittävät ja ajanmukaiset tiedot perusteltujen sijoituspäätösten tekemiseksi. Informaatiovelvollisuuden tarkoitus on varmistaa, että yhtiön osakkeenomistajat voivat julkistettavan tiedon perusteella arvioida kyseisten

¹⁵⁸ Finanssivalvonta 2020

¹⁵⁹ Annola 2005: 101

¹⁶⁰ Finanssivalvonta 2020

¹⁶¹ Kuremaa 2003: 39-40

seikkojen vaikutusta yhtiön taloudelliseen asemaan ja tulevaan toimintaan. Tiedonantovelvollisuus tukee tavoitetta, että jokaista arvopaperimarkkinoilla toimivaa kohdeltaisiin mahdollisimman yhdenvertaisesti.¹⁶² Julkaistavan tiedon tulee olla luotettavaa, kattavaa, oikea-aikaista ja vertailukelpoista¹⁶³.

Mitä tietoja sitten tulee julkaista jatkuvan tiedonantovelvollisuuden perusteella? Arvopaperimarkkinalaissa säädetään, että liikkeeseenlaskijan on ilman aiheetonta viivytystä julkaistava tiedot ja päätökset, jotka koskevat liikkeeseenlaskijaa tai sen toimintaa, ja jotka voivat olennaisesti vaikuttaa arvopaperin arvonmuodostukseen.¹⁶⁴ Olennaisella merkityksellä tarkoitetaan sellaista tietoa, jota markkinoilla järkevästi toimiva sijoittaja käyttäisi yhtenä sijoituspäätöksensä perusteena¹⁶⁵. Määritelmä korostaa nimenomaan sijoittajan näkökulmaa arvioinnissa. Jotta tiedolla olisi olennainen vaikutus arvopaperin arvoon, tiedotettavien päätösten ja seikkojen tulee olla jollain tavalla poikkeuksellisia tai ennakoimattomia suhteessa yhtiön normaaliin liiketoimintaan. Konkreettinen lasku tai nousu arvopaperin hinnassa ei sinällään ole merkityksellinen, vaan on riittävää, että esimerkiksi jollain julkaisematta jääneellä tiedolla olisi voinut olettaa olevan vaikutusta järkevän sijoittajan sijoituspäätökseen.¹⁶⁶ Johdolla lienee paras näkemys siitä, millaiset tiedot ovat yhtiön kannalta poikkeuksellisia tai ennalta-arvaamattomia. Johdolle kehittyy oma tuntemus siitä, mikä on esimerkiksi tietylle toimialalle tyypillistä ja mikä taas poikkeuksellista toimintaa. Lisäksi johto on luomassa yhtiölle tietynlaista tiedonantopoliitiikka¹⁶⁷. Olennaista siis on, että tiedottaminen tapahtuu johdonmukaisesti.

Kurenmaa lisää, ettei olennaisuutta arvioitaessa arvioida tiedon vaikutuksen todennäköisyyttä, vaan nimenomaan tiedon kehitysastetta. Tällöin arvioidaan sitä, millä todennäköisyydellä esimerkiksi yrityskauppa toteutuu, ja päätös tiedottamisesta tehdään

¹⁶² Häyrynen & Kalaja 2013: 159

¹⁶³ Knuts 2014

¹⁶⁴ Arvopaperimarkkinalaki 6.4§

¹⁶⁵ Virtanen 2010: 34

¹⁶⁶ Häyrynen & Kajala 2013: 166-167

¹⁶⁷ Ks. Häyrynen & Kajala 2013: 183

tämän perusteella.¹⁶⁸ Olennaisuutta arvioitaessa pitäisi ottaa huomioon asian laajuus ja tärkeys verrattuna yhtiön toimintaan kokonaisuutena. Lisäksi tulee arvioida tiedon merkityksellisyyttä niiden tekijöiden kannalta, jotka ovat omiaan yleensä vaikuttamaan osakkeen hintaan.¹⁶⁹ Tiedonantovelvollisuus jättää tiedottamispäätöksen olennaisuuden harkinnan yhtiön omaan harkintaan. Olennaisuuden arviointi ei aina ole helppoa ja vaikeutta lisää vielä nopeasti muuttuvat toimintaympäristö.¹⁷⁰

Tiedon olennaisuutta tarkasteltaessa on otettava huomioon myös yrityksen aiempi linja olennaisen kynnyksen ylittävässä tiedottamisessa. Lisäksi vähäiseltä vaikuttavat seikat yksinään eivät välttämättä ylitä tiedonantovelvollisuuden kynnystä, mutta moni vähäiseltä vaikuttava asia yhdessä, voikin jo olla tiedonantovelvollisuuden piirissä. Esimerkkinä tällaisesta tilanteesta toimivat useat yrityskaupat peräkkäin.¹⁷¹ Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden piiriin voidaan luetella kuuluvaksi esimerkiksi seuraavia tietoja: tilaus tai investointipäätös, yhteistyösopimus, hintojen ja valuuttakurssien muutos, luottotappio tai asiakkaan menetys, tutkimustulos, oikeudelliset prosessit, taloudelliset vaikeudet, viranomaisen tekemä päätös, tietovuoto tai markkinatakaussopimus.¹⁷² Tiedonantovelvollisuus voi syntyä myös niissä tapauksissa, että liikkeeseenlaskijan ylimmän johdon arvopaperiomistukset muuttuvat kaupankäynnissä merkittävästi¹⁷³. Kaikki edellä mainitut tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvat tilanteet ovat sellaisia, joissa johto on jo lähtökohtaisesti mukana, minkä vuoksi jatkuva tiedonantovelvollisuus voidaan nähdä yhtenä johdon merkittävimpänä velvollisuutena arvopaperimarkkinoilla.

Häyrynen ja Kajala toteavat, että tiedon julkistaminen ilman aiheetonta viivytystä pitää sisällään kaksi erisuuntaista näkemystä. Toisaalta liikkeeseenlaskijan pitäisi antaa mahdollisimman nopeasti tieto arvopaperin arvoon vaikuttavista seikoista. Toisaalta taas liikkeeseenlaskijan antaman tiedon tulee olla luotettavaa ja kattavaa. Näinpä

¹⁶⁸ Kurenmaa 2003: 134

¹⁶⁹ Nasqad Helsinki Oy 2018: 32

¹⁷⁰ Virtanen 2010: 36

¹⁷¹ Häyrynen & Kajala 2013: 168-169

¹⁷² Virtanen 2010: 35

¹⁷³ HE 174/2004: 52

tiedonantovelvollisuuden syntymistä pidetään intressipunnintana, jossa osapuolina ovat liikkeeseenlaskijan oikeudet olla julkistamatta tiettyjä seikkoja ja sijoittajien oikeudet saada tietoonsa kyseiset tiedot.¹⁷⁴

Tiedonantovelvollisuuden voidaan katsoa syntyvän heti, kun yhtiö on tehnyt päätöksen asiasta¹⁷⁵. Tiedonantovelvollisuus voi kuitenkin syntyä myös niissä tapauksissa, joissa päätöstä ei ole vielä muodollisesti tehty, mutta päätös on asiallisesti tehty. Myös esimerkiksi riittävän yksityiskohtainen aiesopimus tai esisopimus voivat ylittää tiedonantovelvollisuuden kynnyksen. On huomioitava myös, että kaupan osapuolet eivät voi sopimuksessa sopia tiedon salassa pidettävyydestä, sillä päätökset, jotka ovat omiaan vaikuttamaan osakkeen arvoon, on aina julkistettava.¹⁷⁶ Valmisteilla olevia päätöksiä ei kuitenkaan tarvitse ilmoittaa¹⁷⁷.

Tiedonantovelvollisuuden täyttämiseksi yhtiön johtotehtävissä toimivien henkilöiden on pystyttävä seuraamaan taloudellista asemaan vaikuttavia tietoja tarpeeksi usein. Raporttien avulla yhtiön johto voi jo heikommistakin signaaleista tunnistaa muutokset yhtiön toimintaympäristössä. Hallituksen ja johtohenkilöiden asema korostuu myös niissä tilanteissa, jos yhtiön taloudellinen tilanne tai tulevaisuuden näkymät muuttuvat epävarmemmiksi.¹⁷⁸

Tiedonantovelvollinen yhtiö on aina itse vastuussa tiedonantovelvollisuuden noudattamisesta. Tarvittaessa esimerkiksi pörssin työntekijöiltä voi kysyä toimintaohjeita, mutta se ei poista yhtiön vastuuta tiedonantovelvollisuudesta.¹⁷⁹ Yhtiö voi myös tiedonantovelvollisuuden riittävien nopeiden päätösten takaamiseksi siirtää tiedonantovelvollisuuden vastuun hallitusta pienemmälle delegaatiolle. Tällaisia henkilöitä voivat olla esimerkiksi toimitusjohtaja ja talousjohtaja yhdessä, kunhan he tarpeen tullen konsultoivat

¹⁷⁴ Häyrynen & Kajala 2013: 170

¹⁷⁵ Virtanen 2010: 36

¹⁷⁶ HE 174/2006: 52-53

¹⁷⁷ HE 157/1988: 29

¹⁷⁸ Häyrynen & Kajala 2013: 190-191

¹⁷⁹ Nasqad Helsinki Oy 2018: 33

päätöksessä yhtiön hallitusta.¹⁸⁰ Osissa tilanteissa tiedon julkistamisen viivästyttäminen voi myös olla sallittua. Tilanteessa voi olla kyse esimerkiksi tiedon todenperäisyyden varmistamisesta ennen julkistamista. Viivytys tarkoittaa kuitenkin suhteellisen lyhyttä aikaa, ja tieto on julkistettava heti kun asia on tiedotuskuntoinen.¹⁸¹

Säännöllinen tiedonantovelvollisuus johdon näkökulmasta

Arvopaperimarkkinalain seitsemännessä luvussa säädetään säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta. Siinä säädetään tilinpäätöstä ja osavuotisia taloudellisia katsauksia koskevasta liikkeeseenlaskijan velvollisuudesta antaa tietoja sijoittajille. Säännös koskee säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijaan, jonka 2 ja 3 § mukainen säännöllisen tiedonantovelvollisuuden kotivaltio on Suomi.¹⁸²

Tiedonantovelvollisen on julkistettava tilinpäätös ja toimintakertomus ilman aiheetonta viivytystä viimeistään kolme viikkoa ennen sitä yhtiökokousta, jossa tilinpäätös esitetään vahvistettavaksi, kuitenkin viimeistään kolmen kuukauden kuluessa tilikauden päättymisestä.¹⁸³ Helsingin pörssin sääntöjen mukaan pörssiyhtiön on julkaistava tapahtumakalenteri niistä päivistä, joina yhtiö aikoo julkistaa tilinpäätöstiedotteen, puolivuotiskatsauksen ja mahdolliset kolmen ja yhdeksän kuukauden ajalta tulosta ja taloudellista asemaa koskevat tiedot sekä päivän, jolloin pörssiyhtiö aikoo järjestäytyä yhtiökokoukseen. Tapahtumakalenteri tulee julkaista viikko ennen tilikauden alkamista. Jos päiviin tulee muutoksia, tulisi näistäkin viestiä mielellään viikko ennen alkuperäistä päivää.¹⁸⁴ Mikäli yrityksen julkistama tilinpäätös on tarpeeksi informatiivinen myös osakkeen hintakehityksen osalta, on informaatioasymmetria tällöin minimissä¹⁸⁵.

¹⁸⁰ Häyrynen & Kajala 2013: 171

¹⁸¹ HE 137/2004: 53

¹⁸² Arvopaperimarkkinalaki 7.1§

¹⁸³ Arvopaperimarkkinalaki 7.5§

¹⁸⁴ Nasqad Helsinki Oy 2018: 47

¹⁸⁵ Iqbal & Santhakumar 2018: 54

Säännöllisen tiedonantovelvollisuuden tarpeellisuutta on perusteltu sillä, että liikkeenjohdolla on yleensä jatkuvan kosketuspinnan takia melko hyvä käsitys yhtiön liiketoiminnan tilasta, mutta liikkeenjohdon ulkopuolella olevat omistajat joutuvat luottamaan yhtiön viralliseen raportointiin. Arvopaperimarkkinalaissa tämä asia on katsottu säännöllisen tiedonantovelvollisuuden kulmakiveksi. Yleisesti katsoen yhtiön osavuositarkastus ja tilinpäätös voidaan aina katsoa sisäpiiritiedoksi ennen sen julkaisemista.¹⁸⁶

Arvopaperimarkkinalain mukaan liikkeeseenlaskijan on esitettävä toimintakertomuksessa tai erillisessä kertomuksessa selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmistään. Siinä tulee esittää hallinto- ja ohjausjärjestelmää koskeva säännöstö, jota liikkeeseenlaskija noudattaa. Toiseksi tulee esittää kuvaus siitä, miten liikkeeseenlaskija saa raportointijärjestelmänsä sisäiseen valvontaan tai riskienhallintaan liittyviä tietoja. Kolmantena tulee kuvata hallituksen ja hallintoneuvoston sekä niiden valiokuntien kokoonpano. Myös toimitusjohtajasta ja toimielimestä, joka huolehtii taloudellisen raportointiprosessin valvonnasta, sisäisestä valvonnasta ja riskienhallinnasta, on laadittava kuvaus. Näitä tietoja kutsutaan corporate governance -selvitykseksi.¹⁸⁷ Säännöllinen tiedonantovelvollisuus koskee lähtökohtaisesti liikkeeseenlaskijaa, mutta johtotehtävissä toimivat henkilöt ovat kuitenkin myös säännöllisen tiedonantovelvollisuuden sääntelyssä mukana.

Arvopaperimarkkinalain uudistuksen myötä vuonna 2013 tiedonantovelvollisuuteen tehtiin muutamia merkittävämpiä muutoksia. Ensimmäinen niistä on neljännesvuositarkastuksen julkistamisvelvollisuutta koskeva raja-arvo, joka nostettiin 75 miljoonasta 150 miljoonaan euroon. Jos kynnysarvo jää alle 150 miljoonan euron, yhtiön on mahdollista halutessaan julkistaa neljännesvuositarkastuksen sijasta johdon osavuotinen selvitys. Toisen merkittävän muutoksen myötä tulevaisuudennäkymiä ei tarvitse enää esittää

¹⁸⁶ Kurenmaa 2003: 127-130

¹⁸⁷ Häyrynen & Kajala 2013: 215

osavuositarkastuksessa. Tällä hetkellä vain toimintakertomuksessa on esitettävä tulevaisuuden näkymiä koskeva arvio.¹⁸⁸

Säännöllistä tiedonantovelvollisuutta ja lisätietoja koskevien tietojen julkaiseminen on liikkeeseenlaskijan tai sen hallinto-, johto- tai valvontaelimien vastuulla ja heitä sitoo myös vahingonkorvausvelvollisuus¹⁸⁹. Virtanen toteaaakin pohdinnan arvoinen olevan se, voiko viranomaisen väärinkäyttöepäilyjä tutkiessaan tehdä johtopäätöksen, että hallituksen jäsenten olisi asemansa puolesta pitänyt tuntee esimerkiksi sisäpiiritiedon käsite paremmin. Kun teosta puuttuu tahallisuus ja hyötymistarkoitus, voiko asiasta jättää sanktioimatta? Asialta välttyisi, jos yhtiön hallitus käsittelee tarpeeksi usein tiedonantovelvollisuutta ja investor relations -asioita kokouksissaan. Mahdolliset uudet tiedonantovelvollisuuden- ja sisäpiirilainsäädännön muutokset, itsesääntelyn kehittymisen muutokset hallinnointiin ja raportointiin sekä mahdolliset tavoiteltavat muutokset olisi hyvä käydä kerran vuodessa perusteellisesti läpi.¹⁹⁰

Kaikki säännöllisen tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvat julkistamattomat tiedot ovat lähtökohtaisesti sisäpiiritietoa¹⁹¹. Samoin sisäpiiritietoa ovat kaikki tiedot, joita yhtiö julkaisee AML 6:4 jatkuvan tiedonantovelvollisuuden nojalla¹⁹². Linkki tiedonantovelvollisuuden takia julkaistavista tiedoista sisäpiiritietoon on näin ollen olemassa. Kokonaiskuvassa jatkuva ja säännöllinen tiedonantovelvollisuus nähdään kuitenkin suppeampana kuin sisäpiiritieto. Tämä sen vuoksi, että tiedonantovelvollisuudelta edellytetään liikkeeseenlaskijan ja tapahtuman (esimerkiksi yritysosto) välistä suhdetta. Sen sijaan sisäpiiritiedolta ei edellytetä samankaltaista yhteyttä, vaan se koskee myös tietoja, joita ei tarvitse julkistaa (esimerkiksi lainsäädäntömuutokset ja korko- tai veropäätökset).¹⁹³

¹⁸⁸ Häyrynen & Kajala 2013: 202

¹⁸⁹ Avoimuusdirektiivi 2004/109: 7 artikla

¹⁹⁰ Virtanen 2010: 22

¹⁹¹ Kurenmaa 2006: 127

¹⁹² Häyrynen & Kajala 2013: 419

¹⁹³ Kurenmaa 2003: 130-131

Tiedonantovelvollisuus linkittyy kiinteästi tutkimuksen alussa esitettyihin arvopaperimarkkinoiden yleisiin periaatteisiin. Tiedonantovelvollisuuden tarpeellisuus liittyy johdolla olevaan informaatioetumatkaan, ja tiedonantovelvollisuuden nojalla julkistettavat tiedot tulee olla arvopaperimarkkinoiden yleisten periaatteiden mukaisia. Arvopaperimarkkinoiden yleiset periaatteet onkin sidottu osittain suoraan tiedonantovelvollisuuteen. Esimerkiksi riittävien tietojen saatavilla pitämisestä säädetään, että yhtiöiden, joita koskee tiedonantovelvollisuus, on pidettävä olennaisesti arvopaperin arvoon vaikuttavia tietoja tasapuolisesti kaikkien saatavilla. Tämän taas voidaan katsoa tukevan markkinoiden puolueettomuutta. Samoin tiedonantovelvollisuutta koskee kielto antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja, joka sekin on arvopaperimarkkinoiden yleinen periaate.

4.3. Johtohenkilöiden ilmoitusvelvollisuus

Arvopaperimarkkinalaissa veloitetaan liikkeeseenlaskijaa ilmoittamaan internetsivuiltaan johtohenkilöiden ja heidän lähipiirinsä pörssissä tekemiä liiketoimia koskevat tiedot. Tietoja tulee säilyttää internetsivuilla vähintään viisi vuotta.¹⁹⁴ Markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa johdolle ja hänen lähipiirilleen asetetaan lisäksi ilmoitusvelvollisuus kyseisen liikkeeseenlaskijan osakkeilla, vieraan pääoman ehtoisilla välineillä tai muilla johdannaisilla tehdyistä liiketoimista. Ilmoitusvelvollisuus tulee täyttää viipymättä kolmen työpäivän kuluessa liiketoimen toteuttamisesta.¹⁹⁵ Hallituksen esityksen mukaan arvopaperimarkkinalain ja markkinoiden väärinkäyttöasetuksen erona on se, että arvopaperimarkkinalaki veloittaa julkaisemaan tiedot internetsivuilla, kun taas markkinoiden väärinkäyttöasetus veloittaa ilmoittamaan niistä myös viranomaistaholle.¹⁹⁶

Ilmoitusvelvollisuus on sidottu nimenomaan sisäpiiriläisten muodollisiin kriteereihin, jotka määrittelevät henkilöpiirin, jota ilmoitusvelvollisuus koskee. Ilmoitusvelvollisuus

¹⁹⁴ Arvopaperimarkkinalaki 12.5§

¹⁹⁵ Markkinoiden väärinkäyttöasetus 2016: 19 artikla

¹⁹⁶ HE 137/2004: 31

koskee siis vain sisäpiiriläisiä, eikä materiaalisin kriteerein ajateltuna sellaista henkilöä, jolla sisäpiiritietoa on todellisuudessa hallussaan (ja joka käy arvopaperikauppaa). On olemassa tilanteita, joissa henkilöllä on hallussaan sisäpiiritietoa mutta henkilö ei olekaan sisäpiiriläinen.¹⁹⁷

Kansainvälisesti esimerkiksi Iso-Britanniassa liikkeeseenlaskijan johdon ja hänen lähipiiriinsä kuuluvan on ilmoitettava liikkeeseenlaskijalle kaikki omaan lukuunsa tehdyt liiketoimet neljän päivän kuluessa transaktiosta. Liikkeeseenlaskijan on puolestaan ilmoitettava tiedot tiedotejakelijalle ja sitä kautta valvontaviranomaiselle viipymättä ja viimeistään yhden päivän kuluessa kaupankäynnistä. Ranskassa puolestaan ilmoitusvelvollinen vastaa ilmoituksesta sekä liikkeeseenlaskijalle että valvontaviranomaiselle. Tiedot tulee ilmoittaa viiden päivän sisällä kaupankäynnistä. Länsinaapurissamme Ruotsissa ilmoitusvelvollinen vastaa perustietojen ilmoituksesta liikkeeseenlaskijalle, mutta liikkeeseenlaskija toimittaa tiedon eteenpäin valvontaviranomaiselle. Muutostiedot ilmoitusvelvollisen tulee toimittaa itse suoraan valvontaviranomaiselle.¹⁹⁸

4.4. Johtohenkilöiden ilmoitusvelvollisuuden sääntelyn tarkoitus

Johtotehtävissä olevien henkilöiden liiketoimien sääntelyä on perusteltu markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa. Liikkeeseenlaskijan johtotehtävissä toimivien henkilöiden ja mahdollisesti myös heidän lähipiirinsä liiketoimien ilmoittaminen lisää markkinoiden avoimuutta ja ennaltaehkäisee markkinoiden väärinkäytöksiä, erityisesti sisäpiirikauppaa. Tietojen julkistaminen voi olla myös arvokas tieto sijoittajalle.¹⁹⁹ Toisena tavoitteena onkin parantaa sijoittajien mahdollisuuksia saada tietoa liikkeeseenlaskijoista. Merkityksellinen arvo sijoittajille liiketoimilla on erityisesti silloin, kun puhutaan liikkeeseenlaskijan johdon omista liiketoimista yhtiön omilla arvopapereilla.²⁰⁰ Väärinkäyttöasetus

¹⁹⁷ Parkkonen & Knuts 2014: 383

¹⁹⁸ HE 32/2012: 38-39

¹⁹⁹ Markkinoiden väärinkäyttöasetus 2016: johdanto-osan perustelukappale 58

²⁰⁰ HE 137/2004: 31

sääntele johdon ilmoitusvelvollisuuden ja suljetun ikkunan lisäksi esimerkiksi ilmoittamisen teknisistä standardeista²⁰¹.

Johtohenkilöiden liiketoimien julkistaminen koskee myös rahoitusvälineiden lainausta tai panttausta. Panttauksella voi olla huomattava tai mahdollista epävakautta aiheuttava vaikutus yritykseen, mikäli osakkeita luovutetaan äkillisesti. Mikäli tieto jäisi vain yrityksen omaan tietoisuuteen, sijoittajat eivät saisi tietää, että tilanteessa oli olemassa suurempi mahdollisuus, että esimerkiksi osakkeiden omistuksessa tapahtuu lähiaikoina merkittäviä muutoksia. Tässäkin tapauksessa korostetaan avoimuutta ehtona markkinatoimijoiden luottamukselle ja lisäksi myös osakkeenomistajien luottamukselle.²⁰²

Sääntelyn tarkoitus ei rajoitu pelkästään markkinoiden avoimuuden lisäämiseen. Johtotehtävissä toimien henkilöiden ja heidän lähipiirinsä liiketoimien ilmoittaminen antaa arvokasta tietoa myös toimivaltaisille viranomaisille markkinoiden valvontaan.²⁰³ Euroopan tasolla valvontaa hoitaa ESMA (=Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen), ja sen tehtävänä on parantaa sijoittajansuojaa ja rahoitusmarkkinoiden vakautta ja moitteetonta toimintaa.²⁰⁴

Ilmoitusvelvollisuuden tarkoitus on myös parantaa läpinäkyvyyttä ja siten tiedollista tasapainoa pörssiyritysten sisäpiiriläisten ja muiden toimijoiden välillä. Ilmoitusvelvollisuuden piiriin kuuluvat liiketoimet on säädetty julkiseksi, jotta myös kolmansilla osapuolilla olisi mahdollisuus tutustua niihin tietoihin, joita ilmoitusvelvollisuuden perusteella on kerätty. Empiirinen hypoteesi, jota voidaan testata director's dealing- sääntelyllä, perustuu ajatukseen, että johtotehtävissä toimivien henkilöiden liiketoimilla on sellaista informaatioarvoa, että niiden sääntely on perusteltua. Taloustieteelliset tutkimukset ovat osoittaneet, että johtotehtävissä toimivien henkilöiden liiketoimien seuraaminen arvopaperimarkkinoilla tuo ulkopuoliselle markkinatoimijalle keskimäärin paremmin tuoton

²⁰¹ ESMA 2020

²⁰² Markkinoiden väärinkäyttöasetus 2016: johdanto-osan perustelukappale 58

²⁰³ Markkinoiden väärinkäyttöasetus 2016: johdanto-osan perustelukappale 59

²⁰⁴ Euroopan Unioni 2020

verrattuna tilanteeseen, jossa ulkopuolinen ei ole seurannut sisäpiiriläisten transaktioita.

205

4.5. Ilmoitusvelvollisuutta koskevat liiketoimet ja niiden raja-arvo

Johtohenkilöitä ja heidän lähipiiriään koskee ilmoitusvelvollisuus. Heidän tulee ilmoittaa liikkeeseenlaskijalle tai päästöoikeuksien markkinoilla toimivalle markkinaosapuolelle ja toimivaltaiselle viranomaiselle (Finanssivalvonnalle) kaikki omaan lukuunsa tehdyt kyseisen liikkeeseenlaskijan osakkeisiin tai vieraan pääoman ehtoihin välineisiin tai niiden johdannaisiin liittyvät liiketoimet. Päästöoikeusmarkkinoilla toimivan puolestaan on ilmoitettava kaikki omaan lukuunsa tehdyt päästöoikeuksiin, niihin perustuviin huutokauppatuotteisiin tai näiden johdannaisiin liittyvät liiketoimet.²⁰⁶ Euroopan Komissio on delegoidussa asetuksessa antanut esimerkkilistan liiketoimista, jotka synnyttävät tiedonantovelvollisuuden liikkeeseenlaskijalle ja Finanssivalvonnalle. Alla käsitellään vain tyyppillisimpiä ilmoitusvelvollisuuden piiriin kuuluvia liiketoimia. Komission delegoidussa asetuksessa esitetty lista kokonaisuudessaan on tämän tutkielman liitteenä (Liite).

Tyyppillisimpiä ilmoitusvelvollisuutta koskevia liiketoimia ovat osakkeiden hankinta, luovutus, lyhyeksi myynti ja vaihto.²⁰⁷ Lyhyeksi myynti tarkoittaa, että myydään osakkeita, joita ei todellisuudessa omista. Tällöin myyjä myi kolmannelta osapuolelta lainaamiaan osakkeita ja toivoo hinnan laskevan, jotta voi ostaa osakkeet takaisin pienemmällä summalla.²⁰⁸ Myös osakeoptioiden hyväksyminen tai toteuttaminen kuuluu ilmoitusvelvollisuuden piiriin. Niihin kuuluvat myös johtohenkilöille tai työntekijöille osana palkitsemispakettia myönnetty osakeoptiot sekä osakeoption toteutuksesta saatujen osakkeiden luovutus.²⁰⁹

²⁰⁵ Parkkonen & Knuts 2014: 382

²⁰⁶ Markkinoiden väärinkäyttöasetus 2016: 19 artikla; Finanssivalvonta 2018b

²⁰⁷ Komission delegoitu asetus (EU) 2016: 10 artikla

²⁰⁸ Nordnet 2020

²⁰⁹ Komission delegoitu asetus (EU) 2016: 10 artikla

Ilmoitusvelvollisuuden piiriin kuuluvat myös osakkeenvaihtosopimukset ja rahoitusjohdannaisilla toteutettavat liiketoimet. Edelleen liikkeeseenlaskijan rahoitusvälinettä koskevan hinnanerosopimuksen ja pääoman korotukseen tai vieraan pääoman ehtoiseen rahoitusvälineeseen liittyvä merkintä ovat ilmoitusvelvollisuutta koskevia liiketoimia.²¹⁰

Liiketoimien lista on pitkä, joka tukee ajatusta, että johtohenkilöiden ja heidän lähipiirinsä liiketoimet ovat tarkan valvonnan alla. Sääntely edistää sijoittajien yhdenvertaista asemaa markkinoilla, koska sisäpiiritiedon käytön kautta tehtävät liiketoiminnot kielletään sanktioiden uhalla.

Johtohenkilöiden liiketoimien ilmoitusvelvollisuus koskee kaikkia liiketoimia sen jälkeen, kun 5000 euron kokonaismäärä saavutetaan kalenterivuoden aikana. Tiedot tulee julkistaa johtohenkilöiden ja heidän lähipiirinsä tekemistä liiketoimista viipymättä ja viimeistään kolmen työpäivän kuluessa liiketoimista.²¹¹ 5000 euron summa lasketaan yhtiökohtaisesti. Tällöin osakkeet ja johdannaisopimukset lasketaan yhteen ja niihin lisätään myös lähipiirin omistukset. Jos 5000 euron raja ylittyy, tulee toimista ilmoittaa.²¹²

Tehtävään astuessaan henkilön tulee 14 vuorokauden kuluessa ilmoittaa perusilmoituksella lähipiirinsä. Samalla ilmoituksella annetaan tiedot omista ja lähipiirin omistamista osakkeista ja muista säädöksessä tarkoitetuista arvopapereista.²¹³ Liiketoimet esitetään pörssitiedotteen tavoin ja ne tulee lähettää Nasdaq Helsinki Oy:n ylläpitämään tiedotevarastoon. Liikkeeseenlaskijan internetsivuilla tiedot tulee säilyttää vähintään viiden vuoden ajan.²¹⁴

²¹⁰ Komission delegoitu asetus (EU) 2016: 10 artikla

²¹¹ Finanssivalvonta 2018b

²¹² Häyrynen & Kajala 2013: 428

²¹³ Häyrynen & Kajala 2013: 428

²¹⁴ Finanssivalvonta 2018b

4.6. Suljettu ikkuna

Suljettu ikkuna tarkoittaa ajankohtaa, jolloin johtotehtävissä toimiva henkilö ei voi käydä arvopaperikauppaa liikkeeseenlaskijan rahoitusvälineillä omaan tai kolmannen lukuun. Sekä suoraan tehdyt kaupat että välillisesti tehdyt kaupat ovat kiellettyjä. Suljettu ikkuna on voimassa 30 päivää ennen osavuositarkastuksen tai vuositilinpäätöksen julkistamista.²¹⁵ Johtotehtävissä toimivan henkilön (sisäpiiriläisen) tulisi ajoittaa oman yhtiön osakkeilla tehtävä kaupankäynti ajankohtaan, jolloin markkinoilla vallitseva tieto on mahdollisimman täydellistä. On myös suositeltavaa, ettei osakkeilla käydä jatkuvasti vaihdantaa, vaan ne ostetaan pitkäaikaisen sijoituksen kaltaisena rahoitusinstrumentina.²¹⁶

Suljettu ikkuna koskee johtotehtävissä toimivien henkilöiden lisäksi myös heidän lähipiiriään. Suljetun ikkunan aikana kaikki liiketoimet ovat varsin rajallisia. Markkinoiden väärinkäyttöasetuksen 61. perustelukappaleen perusteella Finanssivalvonta kuitenkin katsoo, että lahjan tai perinnön vastaanottaminen tai pantin raukeaminen suljetun ikkunan aikana ovat sellaisia passiivisia liiketoimia, ettei niihin sovelleta suljettua ikkunaa.²¹⁷

Lisäksi markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa sallitaan johtohenkilön kaupankäynti omaan lukuun tai kolmannen osapuolen lukuun suljetun ajanjakson aikana tapauskohtaisesti, mikäli henkilön taloudelliset olosuhteet (esimerkiksi rahoitusvaikeudet) ovat poikkeukselliset ja edellyttävät osakkeiden välitöntä myyntiä. Vaihtoehtoisesti kaupankäynti suljetun ajanjakson aikana on sallittua, mikäli liiketoimet tehdään osana työntekijöiden omistus- tai säästöjärjestelmää. Poikkeuksena on myös osakkeen tai

²¹⁵ Finanssivalvonta 2018b

²¹⁶ Virtanen 2010: 209

²¹⁷ Finanssivalvonta 2017: 17-18; Markkinoiden väärinkäyttöasetus johdantokappaleen (61) perustelu: Johtotehtävissä toimivia henkilöitä olisi kiellettävä käymästä kauppaa ennen kuin on ilmoitettu osavuositarkastuksesta tai vuositilinpäätöksestä, jotka asianomainen liikkeeseenlaskija on velvollinen julkistamaan sen kauppapaikan sääntöjen mukaisesti, jolla liikkeeseenlaskijan osakkeet on otettu kaupankäynnin kohteeksi, tai kansallisen lainsäädännön mukaisesti, elleivät erityiset ja rajoitetut olosuhteet oikeuta sitä, että liikkeeseenlaskija antaa johtotehtävissä toimivalle henkilölle kaupankäyntiluvan. Tällainen liikkeeseenlaskijan antama lupa ei kuitenkaan vaikuta tässä asetuksessa säädettyihin kieltoihin.

osakkeensaantioikeuksien hankinta johtoaseman edellytykseksi. Kuten myös liiketoimi sellaisissa tilanteissa, joissa edunsaajan osuus pysyy arvopaperissa muuttumattomana ja johtotehtävissä toimiva henkilö osoittaa, että liiketoimea ei voitu tehdä suljetun ajanjakson ulkopuolella.²¹⁸

Komission delegoidussa asetuksessa tarkennetaan vielä lisää niitä tilanteita, joissa kaupankäynti suljetun ajanjakson aikana on sallittua. Asetuksessa mainitaan yllä mainitut markkinoiden väärinkäyttödirektiivissä olevat perustelut. Toisena perusteluna on se, että johtotehtävissä toimivan henkilön on pystyttävä osoittamaan, ettei liiketoimea olisi voinut tehdä muuna kuin suljetun ikkunan ajankohtana.²¹⁹

Saadakseen luvan käydä kauppaa suljetun ikkunan aikana johtotehtävissä toimivan henkilön tulee esittää kirjallinen pyyntö perusteluineen. Kirjallisessa pyynnössä on kuvailtava suunniteltu liiketoimi ja perusteltava, miksi kyseisten osakkeiden myynti on ainut kohtuullinen keino saada rahoitusta. Poikkeuksellisina olosuhteita pidetään, mikäli ne ovat erittäin kiireellisiä, ennalta arvaamattomia, pakottavia tai niiden syy on johtotehtävissä toimivasta henkilöstä riippumaton, eikä tällä ole tähän määräysvaltaa. Poikkeuksellista tilannetta arvioidessa on otettava huomioon myös se, onko johtotehtävissä toimiva henkilö mahdollisesti toisessa seuraavassa mainitusta tilanteesta. Ensimmäisessä henkilöön kohdistuu oikeudellisesti täytöntöönpanokelpoinen rahallinen vaatimus pyynnön esittämishetkellä. Toisessa tilanteessa henkilöllä on ennen suljetun ajanjakson alkamista syntynyt rahallinen velvoite kolmannelle osapuolelle, minkä ainoa täyttämiskeino on osakkeiden välitön realisoiminen.²²⁰

Suljetun ajanjakson aikana toteutettavat liiketoimet voivat liittyä esimerkiksi siihen, että työntekijälle on myönnetty rahoitusvälineitä osana työntekijäjärjestelmää, eikä johtotehtävissä toimivalla henkilöllä ole tähän määräysvaltaa²²¹. Kaupankäynti-ikkunat

²¹⁸ Markkinoiden väärinkäyttöasetus 2016: 19 artikla, kohta 12

²¹⁹ Komission delegoitu asetus (EU) 2016: 7 artikla

²²⁰ Komission delegoitu asetus (EU) 2016: 7-8 artikla

²²¹ Komission delegoitu asetus (EU) 2016: 9 artikla

vähentävät johdon mahdollisuutta ajoittaa kaupankäyntinsä sellaisiin ajankohtiin, jolloin he voisivat hyötyä tiedosta osakekurssin tulevasta muutoksesta²²².

Johdon liiketoimia sääntelevät ilmoitusvelvollisuus ja suljettu ikkuna lisäävät markkinoiden avoimuutta ja täten luottamusta markkinoita kohtaan. Näistä ensimmäinen velvoittaa johtoa toimimaan ja jälkimäinen kieltää johtoa toimimasta (tietyllä aikavälillä). Suljettulla ikkunalla pyritään varmistamaan se, ettei johto voi käyttää sisäpiiriaseman myötä tullutta informaatioetumatkaansa kaupankäynnissä hyödykseen. Ilmoitusvelvollisuus puolestaan koskee konkreettisesti johdon jo tekemiä liiketoimia ja niiden julkistamista.

Sekä sisäpiiritieto että arvopaperimarkkinoiden yleiset periaatteet määrittelevät tässä tutkimuksessa niitä ominaisuuksia, joita johto käyttää mittarina siinä, voiko esimerkiksi liiketoimia tehdä (osto tai luovutus) tai kuuluuko tieto julkistaa markkinoille. Ilmoitusvelvollisuus ja tiedonantovelvollisuus ovat puolestaan niitä konkreettisia toimia, joita johto tekee käytettyään arvopaperimarkkinoiden yleisiä periaatteita tai sisäpiiritiedon käsitettä ensin mittarina toiminnassaan.

Johdon liiketoimet eivät ole kokonaan kiellettyjä, vaikka niihin liittyykin erityistä sääntelyä. Seuraavassa tarkastellaan johdon keinoja, jolla he voivat hankkia edustamansa yhtiön osakkeita ilman, että heihin kohdistuu sisäpiiritiedon väärinkäyttöepäilyjä.

²²² Fried 2008: 464

5 Johdon liiketoimien mahdollisuudet

5.1. Sisäpiiritiedon käyttämättömyyden todistaminen

Sisäpiiriläisiin kohdistuu usein epäilyjä sisäpiiritiedon kielletyn käytön suhteen osakkeiden kaupankäynnissä. Kuten aiemmin todettiin, ensisijaisen sisäpiiriläisen sisäpiiritiedon käyttöön liittyy perusolettama sen käytöstä, ja sisäpiiriläisen tulee osoittaa sisäpiiritiedon käyttämättömyys²²³. Listatun yhtiön johdolla on usein hallussaan sisäpiirintietoa itse yhtiöstä ja sen hankkeista päivittäisen työn ja luottamustoimen takia ja niin sanottujen puhtaiden hetkien, jolloin heillä ei olisi sisäpiirintietoa, on vaikea löytää. Paras tapa välttää sisäpiiritiedon käytön epäilyjä ovat sisäpiiriläisten laatimat osakkeiden hankinta- ja myyntiohjelmat, jotka mahdollistavat sisäpiiriläisten liiketoimet.²²⁴

Johtohenkilöillä on usein intressinä hankkia osakkeita pörssiyhtiöstä, jossa vaikuttaa, koska arvopaperimarkkinoille on toimintaympäristöön vakiintunut ajatus siitä, että johdon tulisi omistaa yhtiönsä osakkeita osoittaakseen sitoumuksensa yhtiöön. Samalla kuitenkin johdon asema ensisijaisessa sisäpiirissä antaa laajat tiedot ja tiedonsaantimahdollisuudet pörssiyhtiön toimintaa koskien, ja on todella tavanomaista, että johtotehtävissä toimivalla on sisäpiirintietoa pörssiyhtiöstä.²²⁵ Liiketoimet mahdollistavilla keinoilla johtohenkilölle tuodaan siis helpotusta käsittelemään tätä ongelmaa arvopaperimarkkinoilta tulevan osakkeiden ostamisen painostuksen ja sisäpiiritiedon hallussapidon välillä.

Aiemmin tutkielman luvussa johdosta ja sisäpiiritiedosta kerrottiin sisäpiiritiedon sallittavuudesta johdon kaupankäyntitilanteessa, jossa sisäpiiritiedon käyttämättömyyden todistamiseksi ja varmistamiseksi on otettu ja pantu käytäntöön tarpeeksi riittävät ja

²²³ ks. 3.2

²²⁴ Häyrynen & Parkkonen 2006: 69

²²⁵ Knuts 2011: 171

tehokkaat keinot.²²⁶ Tästä MAR 9 artiklan säännöksestä johdettuja konkreettisia keinoja sisäpiiritiedon epäilyjen välttämiseksi johdon liiketoimissa käsitellään seuraavaksi.

5.2. Osakkeiden hankinta- ja myyntiohjelmat

Suomessa sisäpiirisääntelyyn ei ole sisällytetty erillistä osiota hankinta- ja myyntiohjelmissä eikä omien osakkeiden hankinnasta. Hankintaohjelmien hyödyntämistä on ehdotettu lain esitöissä, joissa kaupankäynnin toteuttaminen sisäpiirisäännöksiä rikkomatta voidaan mahdollistaa hankintaohjelmilla.²²⁷ Hankintaohjelmilla erotetaan osakkeiden hankinnasta päättämisen hetki ja varsinainen hankintahetki. Sisäpiiritiedon käytön arviointi voidaan tällöin kohdistaa osakkeen hankinnan päättämishetkeen.²²⁸ Hankinta- ja myyntiohjelmilla voidaan suuremmalla varmuudella todentaa sisäpiiritiedon käyttämissä hankinta- tai luovutusaikana eikä johtohenkilön tarvitse turvautua omaan arviointinsa sisäpiiritiedon hallussapidosta varsinaisena kaupankäynnin aikana²²⁹.

Ensimmäisenä vaihtoehtona hankintaohjelman toteuttamiseen on, että sisäpiiriläinen antaa tehtävänannon oman yhtiönsä osakkeiden hankinnasta ulkopuoliselle arvopaperivälittäjälle. Sisäpiiriläinen antaa arvopaperivälittäjälle yleiset ohjeet, joiden perusteella arvopaperivälittäjä tekee hankintapäätökset itsenäisesti, ja sisäpiiriläinen ei varsinaisesti vaikuta sijoituspäätöksiin sisäpiiritietoon ja ajankohtaan. Kyseessä ei tällöin ole sisäpiiritiedon väärinkäyttö, vaikka yhtiöllä olisi hankintahetkellä sisäpiiritietoa hallussa, koska osakkeet on hankittu ennalta sovitun mukaisesti. Sama pätee myös toisinpäin omia osakkeita luovutettaessa myyntiohjelmilla. Myyntiohjelma voi olla esimerkiksi pääomistajan pitkäkestoinen toimeksianto arvopaperivälittäjälle, jonka tehtävänä on vähentää osakeomistusta tietyn verran joka kuukausi. Myyntiohjelmassa kuukauden enimmäismyyntimäärä

²²⁶ ks. 3.6

²²⁷ Annola 2005: 325, ks. HE 137/2004: 63

²²⁸ Häyrynen & Parkkonen 2006: 70-71

²²⁹ Knuts 2011: 171

määritellään sen hetkisen markkinahinnan perusteella.²³⁰ Markkinoiden toimivuuden näkökulmasta on keskeistä, että arvopaperivälittäjä voi toteuttaa asiakkaina olevien sisäpiiriläisten kaupankäyntiä ilman sisäpiiritiedon vaikuttamista kaupankäynnin toteutuksessa²³¹. Koska sisäpiiritiedon käyttö eliminoidaan hankinta- ja myyntiohjelmilla, tukevat ohjelmat siis osaltaan myös arvopaperimarkkinoiden sääntelyn perustarkoitusta markkinoiden toimivuudesta.

Toisena vaihtoehtona hankintaohjelman toteuttamisessa on, että sisäpiiriläinen luo itse ennalta tarkat ja sitovat ehdot yhtiönsä osakkeiden hankkimisesta, joita hän noudattaa johdonmukaisesti. Ohjelmassa tulee tällöin olla ehdot hankittavien osakkeiden määrästä, hankintahinnasta, hankinnan ajankohdista tai näiden määräytymisperusteista. Osakkeiden luovutuksen sisäpiiriläinen voi toteuttaa myös ennalta luoduilla tarkoilla ja sitovilla ehdoilla, joita noudattaa johdonmukaisesti.²³²

Hankinta- ja myyntiohjelmia laadittaessa ja toimeksiantoja välittäjälle annettaessa ei sisäpiiriläisellä saa olla hallussaan sisäpiirintietoa. Samaa periaatetta noudatetaan hankinta- ja myyntiohjelmia tai toimeksiantoja muutettaessa, koska tulkinnan mukaan kyseessä on tällöin uusi päätös tai toimeksianto. Sisäpiiritiedon selvittämisen helpottamiseksi listayhtiö voi nimittää yhtiöön sisäpiirivastaavan, jonka avulla voidaan hankinta- ja myyntiohjelmaa laadittaessa listata kaikkien ohjelmaan kuuluvien henkilöiden sen hetkinen sisäpiiritieto.²³³ Sisäpiirivastaavan käyttöä listayhtiössä puoltaa se, että yhtiön koko sisäpiirissä ei välttämättä aina ole tietoa kaikista valmistelussa olevista hankkeista tai niiden merkityksestä. Sisäpiirivastaavalta voidaan varmistaa, onko hankinta- tai myyntiohjelmien toimeenpanon ajankohdan suhteen sisäpiiritiedollisia esteitä.²³⁴

²³⁰ Häyrynen & Parkkonen 2006: 70-71

²³¹ Knuts 2011: 212

²³² Häyrynen & Parkkonen 2006: 70

²³³ Häyrynen & Parkkonen 2006: 71

²³⁴ Pörssisäätiö 2005

Kuten aiemmin mainittiin sisäpiiriläisen voi olla haastavaa löytää ajankohtaa, jolloin hänellä ei olisi käytössään sisäpiiritietoa. Sisäpiiritiedon hallussapidon osalta hankinta- ja myyntiohjelmissa on kuitenkin mahdollista poiketa. Hankinta- ja myyntiohjelmasta päättämishetkellä tai toimeksiannon antohetkellä hallussa oleva sisäpiiritiedon hyödyntäminen ei ole väärinkäyttöä, jos kyseinen sisäpiiritieto varmuudella julkistetaan tai raukeaa ennen yhtiön arvopaperien osto- tai myyntitoimeksiantojen toteuttamista.²³⁵ Muutenkin kaupankäyntiohjelman vahvistamisen ajankohdan ja varsinaisten toimeksiantojen toteuttamisen ajankohdan välille tulisi jäädä väliä useita kuukausia, jolloin vähennetään merkittävästi riskiä sisäpiiritiedon käyttökiellon rikkomisesta.²³⁶

Seuraavassa konkreettinen esimerkki siitä, millainen itse sisäpiiriläisen suunnittelema kaupankäyntiohjelma voi olla Finanssivalvonnan sisäpiiriläisen kaupankäyntiohjeiden mukaan:

Sitoudun ostamaan yhtiön X osakkeita yhtiön kahden seuraavien osavuositauksen julkistamisen jälkeen. Ostot toteuttaa arvopaperinvälittäjä Y osavuositauksen julkistamista seuraavan kahden viikon aikana. Kerralla ostettava osakemäärä osavuositauksen jälkeen on 500 kappaletta. Osakkeet ostetaan enimmäishinnalla x euroa kappale. Tämän kaupankäyntiohjelman allekirjoitushetkellä minulla on sisäpiirintietoa hallussa ainoastaan hankkeesta Z. Kun hanke julkistetaan tai se raukeaa, tämä ohjelma annetaan arvopaperinvälittäjä Y:n toimeenpantavaksi ohjelman sisältämien ehtojen mukaisesti. Tämän ohjelman ehtoihin ei tehdä myöhemmin muutoksia ja arvopaperinvälittäjä toteuttaa itsenäisesti ohjelman. Jäljennös tästä kaupankäyntiohjelmasta on annettu sisäpiirivastaavan säilytettäväksi.

Allekirjoitus ja päivämäärä²³⁷

²³⁵ Häyrynen & Parkkonen 2006: 71

²³⁶ Knuts 2011: 172

²³⁷ Finanssivalvonta 2018d

Sisäpiiritiedon väärinkäyttösyytöksiä osalta on huolellinen dokumentointi tärkeää. Hankintaohjelmaa laadittaessa on hyvä listata ohjelman piiriin kuuluvien henkilöiden sen aikainen sisäpiirintieto. Välittäjälle annetut ohjeistukset tulisi laatia kirjallisena, jotta ne voidaan tarvittaessa esittää todisteena. Ohjeistuksen osalta tulee pystyä myöhemmin näyttämään toteen, että arvopaperivälittäjällä on ollut lupa alkaa toteuttamaan toimeksiantoja vasta yhtiön erillisellä luvalla sen jälkeen, kun ohjelmaan kirjatut sisäpiiritietoa sisältäneet kohdat on julkistettu tai ovat rauenneet.²³⁸ Näin oli tehty myös edellisessä malliesimerkissä.

Pörssin sisäpiiriohjeessa on lueteltu kaupankäynnin yleiset periaatteet, jotka soveltuvat myös sisäpiirihenkilöiden periaatteiksi osakkeiden kaupankäyntiohjelmiin:

- toimeksianto ei saa antaa ajankohtana, jolloin kaupankäynti on kiellettyä asetuksen tai listayhtiön oman ohjeen mukaan
- toimeksiannon tulee sisältää niin tarkat ehdot hankinnan ajankohdasta, osakkeiden määrästä, hinnasta tai näiden edellisten määräytymisperusteista, että toimeksisaaja voi itsenäisesti toteuttaa toimeksiannon
- toimeksianto tulee laatia kirjallisena ja päivättynä toimeksiannon toteuttajalle ja sitä tulee säilyttää asianmukaisesti
- toimeksiannossa hankinnan ajankohta ei saa ajoittua tulospöytäkirjasta edeltävän suljetun ajanjakson ajalle, joka on etukäteen tiedossa.²³⁹

Osakkeiden osto- ja myyntiohjelmassa tulee noudattaa ensisijaisesti johdonmukaisuutta. Hankinta- ja myyntiohjelmien keskeytyksiin ja perumisiin on liittynyt tulkintaongelmia sisäpiiritiedon käytön osalta. Aikaisemmin oli sallittua toimeksiantojen peruuttaminen kokonaan ennen toimeksiantojen toteuttamista, mutta ei enää nykyään.²⁴⁰ Pörssin

²³⁸ Häyrynen & Parkkonen 2006: 71

²³⁹ Nasqad Helsinki Oy 2018: 34

²⁴⁰ Häyrynen & Parkkonen 2006: 72

sisäpiiriohjeen mukaan kaupankäyntiohjelman muuttaminen, lopettaminen, peruuttaminen tai lisäohjeiden antaminen vastaa aina uutta päätöstä tai toimeksiantoa, jotka sisäpiirisäännösten mukaan on tehtävä aikana, jolloin toimeksiantajalla ei ole hallussaan sisäpiirintietoa. Säännösten kiristymisen on seurausta rikoslakiin lisäystä säännöksestä, jossa sisäpiiritiedon hyväksi käyttäminen muuttamalla tai peruuttamalla toimeksiannon on rangaistavaa.²⁴¹

Hankintaohjelmien ei tarvitse rajoittua koskemaan vain listayhtiötä, jossa johtohenkilö on pysyvässä sisäpiiriläisenä. Ohjelmiin on mahdollista sisällyttää myös muiden yhtiöiden arvopaperikauppoja, jotka suunnitellaan ennalta ja toteutetaan sitovasti sisäpiirisääntelyn estämättä.²⁴²

Omien osakkeiden hankinta

Omien osakkeiden hankinnassa yhtiö hankkii omia osakkeitaan osakkeenomistajilta, jotka haluavat osakkeita myydä. Sisäpiirisäännökset pätevät myös yhtiön, ja sen puolesta toimivien henkilöiden hankkiessa yhtiön omia osakkeita tai luovuttaessa niitä. Yhtiön hallituksella on tiedossa yhtiön toiminnasta enemmän tietoa kuin sijoittajilla, jolloin säännöksillä turvataan sijoittajien oikeuksia. Listayhtiön suunnitellessa omien osakkeiden hankkimista on selvítettävä yhtiön edustajien sisäpiirintieto hankinnoista päättämisaikana ja hankintojen toteuttamisaikana.²⁴³ Omien osakkeiden hankinnassa on haasteellista yhdistää osakeyhtiöoikeudellinen mahdollisuus omien osakkeiden ostamiseen ja arvopaperimarkkinaoikeuden kielto julkistamattoman tiedon hyödyntämisestä. Yhtiöllä on lähes koko ajan hallussaan sisäpiiritiedon kriteerit täyttävää informaatiota arvopaperiinsa liittyen, jota se ei ole vielä julkistanut.²⁴⁴

²⁴¹ Nasqad Helsinki Oy 2018: 34, ks. Rikoslaki 51:1§

²⁴² Annola 2005: 326

²⁴³ Häyrynen & Parkkonen 2006: 73

²⁴⁴ Annola 2005: 324

Yhtiökokous usein valtuuttaa hallituksen päättämään yhtiön omien osakkeiden hankinnasta, jolloin arvioidaan päätöksen ajankohtaa hankintojen aloittamiseen. Päätöstä ei voida tehdä, jos hallituksella on sisäpiirintietoa hallussa päätöksentekoaikana. Sisäpiirintiedoksi ei tässäkään yhteydessä luokitella tietoa, joka tullaan varmasti julkaisemaan tai se raukeaa ennen osakkeiden hankinnan toteutusta. Hallitus voi siis tehdä omien osakkeiden hankintapäätöksen esimerkiksi osavuosikatsauskauden päättymisen jälkeen, ja toteuttaa sen osavuosikatsauksen julkistamisen jälkeen, koska osavuosikatsaukset ovat julkisia ja arvopaperimarkkinalaissa määrättyjä.²⁴⁵

Hallituksen tekemä hankintapäätös tulee tehdä ennalta sitovasti, jotta ongelmia sisäpiirisäännösten osalta ei syntyisi. Kun omien osakkeiden hankintatoimeksiantoja toteutetaan hankintaohjelman mukaan, vältetään epäilyt siitä, onko sisäpiirintietoa hyödynnetty hankinnoista päätettäessä. Hankintojen toteuttamishetkellä sisäpiiritiedon hallussapito on siis sallittua, koska päätöksenteon erillisyyys toimeenpanon hetkestä voidaan todistaa. Hankintaohjelman ehtoja laadittaessa tulee huomioida se, miten paljon liikkumavaraa ne jättävät toteutusajankohdan ja -määrän valintaan. Jos toteutusajankohdan ja -määrän valintaan jätetään paljon liikkumavaraa, on vaarana, että toteutushetkeen voidaan tulkita siirtyvän varsinaista päätöksentekoa.²⁴⁶ Tällöin hankintaohjelman varsinaisen tarkoitus päätöksentekohetken ja toimeksiannon toimeenpanon erottamiseksi kärsii.

Hallituksen tietoisuuteen tullut sisäpiirintieto, joka on saatu osakkeiden hankintojen päättämishetken jälkeen, ei lukeudu kielletyksi sisäpiiritiedon käytöksi. Hankinnasta tai luovutuksesta päätettäessä ei saa siis käyttää sisäpiirintietoa, varsinaisessa hankinta- ja luovutushetkessä se on mahdollista. Yhteys siihen, että sisäpiirintieto on saatu päättämishetken jälkeen, on pystyttävä näyttämään toteen, jotta hankinnat ovat hyväksyttäviä.

²⁴⁷

²⁴⁵ Häyrynen & Parkkonen 2006: 74

²⁴⁶ Häyrynen & Parkkonen 2006: 74

²⁴⁷ Häyrynen & Parkkonen 2006: 74

Seuraavassa konkreettinen esimerkki sisäpiiritiedon ja hankintaohjelman sallittavuudesta:

Listayhtiöön on valittu uusi toimitusjohtaja, joka haluaa ostaa yhtiön osakkeita sitoutumistarkoituksessa. Toimitusjohtaja laatii huhtikuussa hankintaohjelman osakkeiden hankkimiseksi, jossa määritellään, että osakkeita ostetaan kuluvan vuoden jokaisen osavuositarkastuksen julkistamisen jälkeen seuraavan viiden päivän aikana 500 kappaletta. Toimitusjohtaja tulee tietoiseksi hankintaohjelmaa laadittaessa yritysostoaikeista, mikä sisäpiirisääntösten mukaan kategorisoituu sisäpiiritiedoksi. Sisäpiiritieto ei ole este hankintaohjelman saattamiseksi välittäjän toteutettavaksi, jos toimitusjohtaja tietää, että tieto yritysostosta tullaan varmuudella julkistamaan tai se raukeaa ennen osavuositarkastuksen julkistamista heinäkuussa.

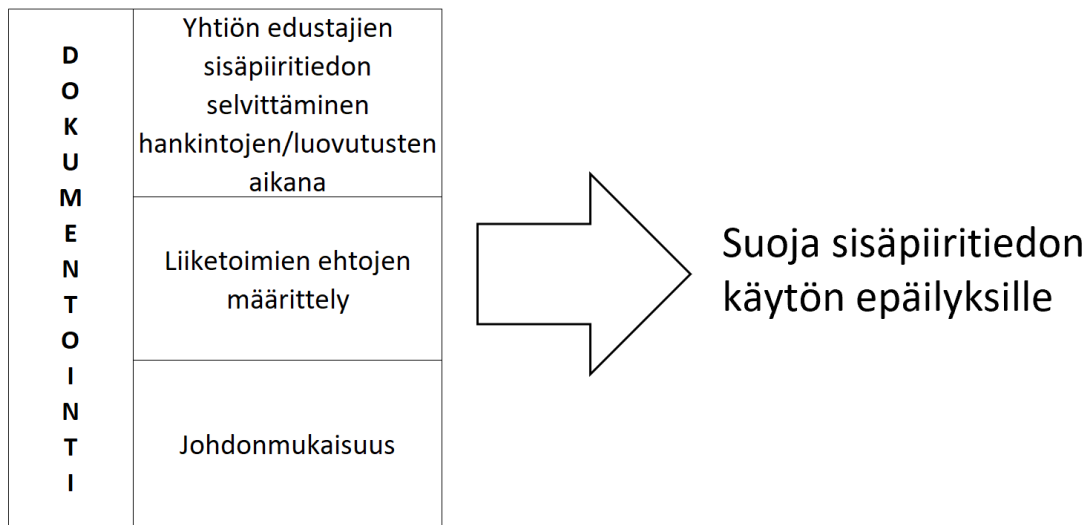
Hankintaohjelmien ehdot ja noudatettavat periaatteet tulee esittää ohjelmassa selkeästi. Selkeydellä voidaan vaivattomasti osoittaa kaupankäynnin perustuneen muuhun kuin sisäpiiritietoon, mikä oli hankintaohjelman keskeisin tehtävä.²⁴⁸ Kaupankäyntiohjelman sisältöön ei saa jättää harkinnanvaraisuutta, mikä voisi aiheuttaa sen, että toimija valitsisi sisäpiiritiedon hyödyntämisen tarkoituksessa kannattavimman toimintatavan²⁴⁹.

Omien osakkeiden hankintaohjelman tulisi olla kolmiosainen, jotta saataisiin tehokas suoja sisäpiiritiedon käytön epäilyksille. Listayhtiön on ensinäkin sitouduttava siihen, että omien osakkeiden hankintojen tai luovutusten aikana yhtiön edustajilla ei ole hallussaan sisäpiiritietoa. Toiseksi hankintaohjelmaan tulisi määritellä kauppojen määrä, hinta ja ajankohta tai rajata niiden määräytymisen perusteet riittävän tarkasti. Kolmanneksi hankintaohjelmaa tulisi noudattaa johdonmukaisesti.²⁵⁰

²⁴⁸ Annola 2005: 325

²⁴⁹ Knuts 2011: 172

²⁵⁰ Häyrynen & Parkkonen 2006: 75



Kuvio 3 Tehokas omien osakkeiden hankintaohjelmamalli

Omien osakkeiden hankinta voi tapahtua myös ulkopuolisen arvopaperinvälittäjän kautta. Jätettäessä osakkeiden hankinta arvopaperinvälittäjän itsenäisesti toteutettavaksi, ei ennalta laaditun hankintaohjelman laadinta ole välttämätöntä. Kuitenkin listayhtiön edustajilla ei saa olla hallussaan sisäpiirintietoa päättäessä omien osakkeiden hankinnan ulkoistamisesta arvopaperinvälittäjälle.²⁵¹

Pörssin sääntöjä täydentää ohje omien osakkeiden hankinnasta ja luovutuksesta. Sen mukaan annettaessa toimeksianto ulkopuoliselle arvopaperinvälittäjälle yhtiön omien osakkeiden ostamisesta tulisi noudattaa seuraavia periaatteita:

- Pörssiyhtiön tulee antaa omien osakkeiden hankintaa koskeva sitova toimeksianto sisäpiiritiedosta vapaana ajankohtana. Toimeksiantoa ei ole suositeltavaa antaa 14 vuorokautta ennen pörssiyhtiön osavuositarkastuksen tai tilinpäätösti-
dotteen julkaisua tai sisäpiiriläisiä koskevan pörssiyhtiön määräämän tätä pidem-
män ajanjakson aikana.

²⁵¹ Häyrynen & Parkkonen 2006: 75

- Toimeksiannon tulee sisältää tarkat ehdot hankinnan ajankohdasta, hankittavien osakkeiden määrästä ja hinnasta tai edellisten määrätymisperusteita koskevista ehdoista, jotta toimeksisaaja voi itsenäisesti suorittaa toimeksiannon.
- Toimeksianto tulee antaa päivättynä ja kirjallisena. Pyydettyessä se toimitetaan Finanssivalvonnalle ja pörssille.
- Toimeksiannon muuttamista tai lisäohjeiden antamista toimeksiantoon liittyen pidetään uutena toimeksiantona, jonka kanssa noudatetaan edellä mainittuja seikkoja.²⁵²

Euroopan komission takaisinostoasetus

Omien osakkeiden hankinnan sääntelyyn sisältyy Euroopan komission antama asetus listautuneiden yhtiöiden omien osakkeiden kaupankäynnistä käyttäen takaisinosto-ohjelmia²⁵³. Sisäpiirintiedon väärinkäyttö ei sovellu tilanteissa, joissa yhtiö on noudattanut takaisinostoasetuksessa määritellyjä ehtoja.²⁵⁴

Asetusta voidaan soveltaa kuitenkin suppeasti. Takaisinosto-ohjelma voidaan laatia vain tarkoitukseen, jossa liikkeeseenlaskijan pääomaa alennetaan alentamalla osakkeiden arvoa tai lukumäärää. Se voidaan laatia tarkoitukseen, jossa vieraan pääoman ehtoisia rahoitusvälineitä vaihdetaan oman pääoman ehtoiksi rahoitusvälineiksi tai se voidaan laatia työntekijöille jaettaviksi osakkeiksi tai työntekijöiden osakeoptio-ohjelmia varten.

255

Takaisinosto-ohjelmassa ehtona on, että sen on oltava yhtiöoikeusdirektiivin 77/91/ETY 19 artiklan 1 kohdan asetettujen ehtojen mukainen ja hankinnoille on oltava

²⁵² Nasqad Helsinki Oy 2013: 4

²⁵³ Omien osakkeiden takaisinosto on vaihtoehtona osingon jakamiselle. Omien osakkeiden takaisinosto nostaa osakkeen arvoa ja omia osakkeita voi hyödyntää tulevaisuudessa yritysostoissa. Takaisinostot viestivät myös yhtiön suuresta kassasta. Talouselämä 2018

²⁵⁴ MAR 5 artikla & Komission asetus (EY) N:o 2273/2003, johdannon kohta 1

²⁵⁵ MAR 5 artikla & Komission asetus (EY) N:o 2273/2003, 3 artikla

yhtiökokouksen valtuutus. Direktiivin ehtoina ovat, että yhtiökokous määrittelee hankintoihin liittyvät yksityiskohtaisemmat ehdot, kuten hankittavien osakkeiden enimmäismäärän, valtuutuksen voimassaoloajan ja hankintoihin käytettävän vastikkeen suuruuden. Yhtiö voi hankkia omia osakkeita enintään 10 % yhtiön osakepääomasta ja hankinnan kohteena voivat olla vain täysin maksetut osakkeet.²⁵⁶

Takaisinosto-ohjelman ehdot, kuten hankittavien osakkeiden käyttötarkoitus, hankittavien osakkeiden enimmäismäärä ja niistä maksettava enimmäismäärä sekä takaisinosto-ohjelman voimassaoloaika, on julkistettava ennen kaupankäynnin aloitusta. Ohjelman tiedot tulisi viimeistään julkaista yhtiön hallituksen päätettyä osakkeiden hankinnan aloittamisesta. Varsinaisen kaupankäynnin ehdoiksi asetuksen mukaan voidaan liittää myös hinta- ja volyymirajoituksia.²⁵⁷

Takaisinosto-ohjelmaa toteuttaessa liikkeeseenlaskija ei saa myydä omia osakkeitaan ohjelman ollessa voimassa, käydä kauppaa osakkeilla jäsenvaltion lainsäädäntöön kirjatun suljetun ajanjakson aikana eikä käydä kauppaa osakkeilla, jos hallussa olevan sisäpiirintiedon julkistamista on päätetty lykätä.²⁵⁸ Nämä rajoitukset eivät koske tilanteita, jos takaisinosto-ohjelman voimassaoloaikana tehdyt arvopaperikauppojen ajankohdat ja kaupattavien arvopaperien määrät on määritelty takaisinosto-ohjelman tietoja julkistettaessa. Hankinnat on mahdollista päättää, jos yhtiön osakkeen arvo on noussut niin voimakkaasti, ettei ohjelmassa aiottu käytettävä vastikkeen määrä riittäisi määräaikaisen takaisinosto-ohjelman hankintoihin. Toinen rajoituksista vapaa tilanne on, että liikkeeseenlaskijan ostopäätökset tekevät itsenäisesti takaisinosto-ohjelman pääjärjestäjänä toimiva sijoituspalveluyritys tai luottolaitos.²⁵⁹

²⁵⁶ MAR 5 artikla & Komission asetus (EY) N:o 2273/2003, 4 artikla

²⁵⁷ MAR 5 artikla & Komission asetus (EY) N:o 2273/2003, 4 artikla

²⁵⁸ Häyrynen & Parkkonen 2006: 79

²⁵⁹ Häyrynen & Parkkonen 2006: 80

5.3. Optio- ja osakepohjaiset palkitsemisjärjestelmät

Työntekijöiden sitouttamis- ja kannustamistarkoitukseen voivat pörssissä noteeratut yhtiöt luoda erilaisia optio- ja osakeohjelmia. Kannustintarkoituksessa tehtyihin arvopaperihankintoihin pätee samat sisäpiirisäännökset kuin muihinkin arvopaperihankintoihin. Sisäpiiritiedon käyttöä arvioidaan tällaisissa ohjelmissa optio-oikeuksien liikkeeseenlaskun ja niiden merkinnän kohdalla, optio-oikeuksiin pohjautuvien osakemerkintöjen kohdalla sekä optio-oikeuksien myynnin osalta.²⁶⁰

Kannustinjärjestelmän yhtiö laatii omasta aloitteestaan, ja se tulee hyväksyttävä yhtiökokouksessa. Kannustinjärjestelmän voi suunnata laajalle joukolle henkilöstöä tai vain ylimmälle johdolle, ja se voi olla useampivuotinen.²⁶¹ Palkitsemisjärjestelmien käytön etuina yhtiölle on, että johdossa toimivien avainhenkilöiden motivaatio ja sitoutuminen kasvavat yhtiössä toimimiseen, ja sitä kautta edesautetaan yrityksen menestymistä. Samalla johdon ja osakkeenomistajien tavoitteet suuntautuvat samansuuntaisiksi. Kun johdon ja osakkeenomistajien tahtotilat yhtiössä ovat samansuuntaiset, omistaja-arvo kasvaa ja sitä syntyy nopeammin. Lisääntynyt omistaja-arvo pitkällä tähtäimellä tarkoittaa käytännössä, että omalle pääomalle saadaan selvästi parempi tuotto sijoittajille, ja tuotto ylittää pääomakustannukset.²⁶²

Palkitsemisjärjestelmät myös hillitsevät agenttikustannuksien syntymistä, jotka tarkoittavat yhtiön johdon ja hallinnan kustannuksia osakkeenomistajille. Kun johdon ja osakkeenomistajien linjaukset yhtiön tavoitteista ovat palkitsemisen avulla samansuuntaiset, agenttikustannukset ovat matalammat kuin yhtiössä, jossa johdolla ja osakkeenomistajilla olisi eroavia suunnitelmia yhtiön suunnan suhteen.²⁶³ Johdon palkitseminen on siis kustannusten kertymisen näkökulmasta edesauttamassa yrityksen menestymistä.

²⁶⁰ Häyrynen & Parkkonen 2006: 81

²⁶¹ Häyrynen & Parkkonen 2006: 82

²⁶² Weymarn 2011

²⁶³ Weymarn 2011

Osakepohjaiset palkitsemisjärjestelmät ovat pitkällä aikavälillä ongelmaisempia kuin optiopohjaiset, sillä osakkeet voidaan realisoida rahaksi heti luovuttamisen jälkeen. Optio-oikeuksilla mahdollistetaan motivointi pitkällä aikavälillä, koska optiot voidaan lunastaa vasta ennalta määritellyn ajanjakson jälkeen. Optiopohjaisen järjestelmän positiivisena elementtinä johdolle on lisäksi se, että siinä määritetään osakkeen tuleva ostohinta kohtuullisen alhaiseksi, jolloin se kannustaa johtoa tavoittelemaan osakekurssin nostamista mahdollisimman korkealle.²⁶⁴

Finanssivalvonnan mukaan sisäpiiritiedon väärinkäytön säännöksiä palkitsemisjärjestelmien kohdalla tulisi arvioida suhteessa siihen, millaiset tavoitteet ja ominaispiirteet kannustinjärjestelmällä on. Kannustinjärjestelmän ja siihen sisältyvien arvopaperihankintojen tulisi vaikuttaa myönteisesti listautuneen yhtiön taloudelliseen asemaan ja tuloksen kehittymiseen.²⁶⁵ Sisäpiiritietoa ei hyväksikäytetä kannustinjärjestelmissä ensisijaisesti hyötymistarkoituksessa ja siksi poikkeukset sen hallussapitoon ovat tapauskohtaisesti hyväksyttäviä. Yhtiön hallitus voi esimerkiksi päättää kannustinjärjestelmän optio-oikeuksien liikkeellelaskusta tai viedä asian yhtiökokouksen päätettäväksi, vaikka heillä olisi hallussa sisäpiirintietoa. Myönteisen sisäpiirintiedon osalta sen koskiessa jotain valmisteltua hanketta, olisi merkintähinnan määräytymiskohta kuitenkin hyvä määritellä ajankohdaksi, jolloin tieto on tullut julkiseksi tai rauennut.²⁶⁶

Sisäpiirintietoa voi olla hallussa henkilöllä, joka merkitsee osakkeita optio-oikeuksillaan ennalta sovittujen optioehtojen mukaan. Sisäpiirintiedon hyväksikäyttöä tällaisessa tilanteessa ei ole, koska osakkeet olisi merkitty joka tapauksessa. Henkilön itse hankkimaan optio-oikeudet markkinoilta, ei hänellä saa olla sisäpiirintietoa hallussaan. Ongelmainen tilanne sisäpiirintiedon osalta osakkeiden merkitsemisessä on tilanne, jossa henkilöllä on hallussaan merkintähetkellä myönteistä sisäpiiritietoa ja osakkeen merkintäkurssi tulisi ylittämään osakkeen markkinoiden päivän kurssin. Myöhemmin myönteisen

²⁶⁴ Ikäheimo & Löyttyniemi & Tainio 2003: 112

²⁶⁵ Häyrynen & Parkkonen 2006: 81-82

²⁶⁶ Häyrynen & Parkkonen 2006: 82

sisäpiiritiedon tullessa julki arvopaperin arvo nousisi yli merkintäkurssin ja merkinnästä hyödyttäisiin sisäpiirintiedon vuoksi. Merkintäajan tulisi kyseisessä tilanteessa kuitenkin mennä umpeen ennen tiedon julkistamista, jotta voitaisiin puhua sisäpiiritiedon kielletystä hyväksikäytöstä tilanteessa. Osakkeiden merkintä optio-oikeuksilla on pääsääntöisesti turvallinen tapa sisäpiiriläiselle.²⁶⁷

Optio-oikeuksien myyntitilannetta koskevat normaalit sisäpiirisäännöt. Johtohenkilöiden ja muiden sisäpiiriläisten tulee palkitsemisjärjestelmän kautta hankittujen optio-oikeuksien myyntitilanteessa varmistua, ettei heillä silloin ole hallussaan sisäpiirintietoa, joka vaikuttaisi kielteisesti optio-oikeuksien arvoon tai hintaan. Myynti ei siinä tapauksessa ole mahdollista. Optioiden myynti voi olla sallittua, jos sisäpiirintieto on myönteistä eikä henkilö hyödy myynnissä sisäpiirintiedostaan. Jos sama sisäpiirintieto on myyntitilanteessa mukana olevan vastapuolen tiedossa, sisäpiiritiedon hallussapito ei ole este myynnille.²⁶⁸

Myy ja merkitse -järjestelyssä, jossa henkilö myy optio-oikeutensa saadakseen varat osakkeiden merkitsemiseen, ei myöskään saa olla henkilöllä hallussa sisäpiirintietoa merkintähetkellä tai kielteisesti arvopaperiin arvoon vaikuttavaa sisäpiirintietoa myynti-
hetkellä. Jos myy ja merkitse -järjestelystä on tehty aikaisemmin sitova sopimus aikana, jolloin sisäpiirintietoa ei ole ollut hallussa, järjestely on sallittavaa.²⁶⁹

Yhtiön johdolle tai henkilöstölle laatimilla palkitsemis- tai kannustinjärjestelmillä, joissa palkkio maksetaan kokonaan tai osittain yhtiön osakkeilla, voidaan kiertää sisäpiirintiedon väärinkäytön syytökset, vaikka hallussa olisikin osakkeiden hankintahetkellä sisäpiirintietoa. Edellytys tähän on, että ohjelmaan sitoudutaan ennalta laadittujen ehtojen mukaisesti. Ehtoihin tai ohjelmaan on sisällytettävä hankittavien osakkeiden määrä, hankintahinta sekä hankinnan ajankohta tai sen määräytymisen perusteet.²⁷⁰ Listayhtiö voi

²⁶⁷ Häyrynen & Parkkonen 2006: 83

²⁶⁸ Häyrynen & Parkkonen 2006: 82-84

²⁶⁹ Häyrynen & Parkkonen 2006: 84

²⁷⁰ Häyrynen & Parkkonen 2006: 85

suunnitella osakkeiden hankintaohjelman kannustinjärjestelmäksi, jota esimerkiksi toteutetaan vuosittaisina ostoina arvopaperivälittäjän kautta kannustinjärjestelmään kuuluville henkilöille.²⁷¹

Seuraavassa konkreettinen esimerkki siitä, miten kannustinjärjestelmä voidaan toteuttaa pörssiyhtiössä:

Helsingin pörssissä toimivista yhtiöistä esimerkiksi KONEella on käytössään kaksi osakepohjaista kannustinjärjestelmää. Toinen kannustinjärjestelmä on suunnattu KONEen ylimmälle johdolle koskien noin 60 henkilöä. Mukaan lukeutuu toimitusjohtaja, johtokunta ja muu ylin johto. Toinen kannustinjärjestelmä on suunnattu muille KONEen avainhenkilöille, jotka on erikseen määriteltä, koskien noin 450 henkilöä. Molemmissa kannustinjärjestelmissä mahdollinen palkkio muodostuu hallituksen vuosittain asettamien strategisia tavoitteita tukevien suorituskykymittareiden perusteella. Vuonna 2019 suorituskykymittareina olivat liikevaihdon kasvu ja kannattavuus. Mahdollinen palkkionmaksu suoritetaan KONE Oyj:n B-sarjan osakkeina sekä rahana siltä osin, jolla katetaan osakkeista aiheutuvat verot ja veronluontoiset maksut.²⁷²

KONE Oyj:llä on kannustinjärjestelmässä ansaintajakso, johon lasketaan mukaan kolmen vuoden pituinen rajoitusjakso. Mikäli kannustinjärjestelmään kuuluvan henkilön työ- tai toimisuhte päättyy rajoitusjakson aikana, pitää aikaisemmin saadut osakkeet palauttaa ja oikeus menetetään niihin osakkeisiin, joita ei ole vielä saatu. Ylimmän johdon osakepohjaisen kannustinjärjestelmän osaksi on asetettu pitkän aikavälin tavoite omistukselle. Johtokunnan jäsenien tulisi omistaa KONEen osakkeita vähintään viiden vuoden peruspalkkaa vastaavan määrän, ja muiden ylimmän johdon vähintään kahden vuoden peruspalkkaa vastaava määrä.²⁷³

²⁷¹ Häyrynen & Parkkonen 2006: 70

²⁷² Kone Oyj 2020

²⁷³ Kone Oyj 2020

Aiemmin KONEella oli käytössään myös optio-ohjelma, jossa optio-oikeuksien merkintäaika päättyi huhtikuussa 2019. Optio-ohjelmaan kuului noin 560 henkilöä ja optio-oikeuksia jaettiin yhteensä enintään 1 500 000 kappaletta. Optio-oikeus mahdollisti yhden KONE Oyj:n B-sarjan uuden osakkeen merkitsemisen. Optio-oikeudella 2015 vuoden osakkeita sai merkitä aikavälillä 1.4.2017 - 30.4.2019. Osakkeiden merkintäajan aloitukseen vaikutti se, että tilikaudella 2015-2016 KONE-konsernin taloudellinen kehitys oli yhtiön hallituksen kokonaisarviossa vähintään yhtä hyvä kuin yhtiön tärkeimmillä kilpailijoilla keskimäärin. Alkuperäinen osakkeen merkintähinta optio-oikeudella oli 36,20 euroa per osake, minkä lisäksi ehtojen mukaisissa tapauksissa merkintähintaa alennettiin, muun muassa ennen osakkeiden merkitsemistä tapahtuvien osingonjakojen määrällä.²⁷⁴

5.4. Omaisuudenhoito

Johtohenkilöiden mahdollisuudeksi toteuttaa liiketoimiaan voidaan lukea myös toimeksiantot omaisuudenhoitajan kautta. Omaisuudenhoitosopimukset voivat olla sisäpiirisäännösten kannalta hankalia tulkittavia, koska omaisuudenhoitajalla tai hänen asiakkaallaan voi olla hallussaan sisäpiirintietoa. Omaisuudenhoitajan tai välittäjän tulee kuitenkin pystyä suorittamaan toimeksiantonsa sisäpiirisäännösten estämättä, vaikka heillä olisikin hallussaan sisäpiirintietoa. Toimeksiantoa suorittava ei saa vaikuttaa asiakkaansa sijoituspäätöksiin sisäpiiritietonsa nojalla.²⁷⁵

Omaisuudenhoitaja voi toimissaan saada haltuunsa sisäpiirintietoa esimerkiksi tilanteessa, jossa tietyssä hankkeessa mukana oleva sisäpiirihenkilö kieltää käymästä kauppaa oman yhtiönsä arvopapereilla. Tällaista tietoa ei saa hyväksikäyttää omaan tai toisen asiakkaan lukuun tehtävissä kaupankäyntitilanteissa. Mitä tärkeämmässä asemassa

²⁷⁴ Kone Oyj 2020

²⁷⁵ Häyrynen & Parkkonen 2006: 87

sisäpiiriläinen on yhtiössä, jota kaupankäyntikielto koskee, sitä helpommin tieto voi kategorisoida sisäpiirintiedoksi.²⁷⁶

Siitä huolimatta, vaikka omaisuudenhoitajalla olisi hallussaan sisäpiirintietoa, hän voi suorittaa kaupankäynnin toimeksiantoja, jos sijoituspolitiikasta on riittävän täsmällisesti ennalta päätetty esimerkiksi osto-ohjelmilla. Omaisuudenhoitajan tulee johdonmukaisesti noudattaa sijoituspolitiikkaa tai -ohjeita.²⁷⁷

Omaisuudenhoitajalla on kolme keinoa välttää sisäpiiritiedon hyväksikäytön epäilyiltä. Ensimmäinen kaupankäynti pysyvän sisäpiiriläisen oman yhtiön arvopapereilla voidaan rajata omaisuudenhoitosopimuksen ulkopuolelle. Toinen keino on se, että omaisuudenhoitaja ei itsenäisesti käy kauppaa pysyvän sisäpiiriläisasiakkaan oman yhtiön arvopapereilla, vaan ainoastaan sisäpiiriläisen antaessa niihin liittyvän toimeksiannon tai noudattamalla sisäpiiriläisen laatimaa hankintaohjelmaa. Kolmantena keinona omaisuudenhoitaja käy kauppaa myös pysyvän sisäpiiriläisen oman yhtiön arvopapereilla täysin itsenäisesti ilman mitään ohjeistusta sijoituspäätöksestä tai sen ajankohdasta.²⁷⁸ Täysin itsenäisesti toimiessaan omaisuudenhoitajan tulee kuitenkin noudattaa pörssin sisäpiiriohjetta kaupankäyntirajoitusten osalta. Sisäpiiriläisellä on vastuu näiden rajoitusten noudattamisesta myös käyttäessään arvopapereidensa hoidossa omaisuudenhoitajaa.²⁷⁹

Jos omaisuudenhoitajan asiakas on sisäpiiriläinen, joka vaikuttaa tietyssä hankkeessa, sisäpiirintiedon hyväksikäytön epäilyiltä voidaan suojautua seuraavasti. Sisäpiiriläisasiakas voi tuoda ilmi sisäpiiriesteensä omaisuudenhoitajalle omaisuudenhoitosopimuksen suhteen jättäen kuitenkin esteen tai tiedon sisällön kertomatta. Toinen keino on antaa omaisuudenhoitajan toimia täysin itsenäisesti, eikä sisäpiiriläisasiakas kerro sisäpiiriesteistään omaisuudenhoitajalleen.²⁸⁰

²⁷⁶ Häyrynen & Parkkonen 2006: 88

²⁷⁷ Häyrynen & Parkkonen 2006: 89

²⁷⁸ Häyrynen & Parkkonen 2006: 89

²⁷⁹ Nasqad Helsinki Oy 2018: 32

²⁸⁰ Häyrynen & Parkkonen 2006: 90

Tutkielman tutkimuskysymykseen johtotehtävissä toimivien henkilöiden liiketoimiin vaikuttavista seikoista arvopaperimarkkinoilla tämä pääluku antaa vastauksia siihen, miten sisäpiiritiedon käyttämättömyyden velvoitetta liiketoimissa voidaan todentaa. Yhteenvedon sisäpiiritiedon käyttämättömyys todennetaan parhaiten laatimalla ennalta kirjallisia kaupankäynnin ehtoja, joilla erotetaan listayhtiön arvopaperin kaupankäynnissä hankinnasta ja myynnistä päättämisenhetki sekä itse toimeenpanon hetki. Päätöksenteon jälkeisestä sisäpiiritiedon hallussapidosta arvopaperiin liittyen ei sen jälkeen johtohenkilön tarvitse enää huolehtia. Tarjoamalla johdolle tällaisia mahdollisuuksia suorittaa liiketoimia hankinta- ja myyntiohjelmilla, palkitsemisjärjestelmän tai omaisuudenhoitajan kautta palvelee se listayhtiötä itseään, koska omia arvopapereita omistamat johtohenkilöt ovat sitoutuneempia tekemään listayhtiöstä menestyksekkäämmän.

Yksilötasolla on nyt saatu tutkielmassa vastauksia johtohenkilön liiketoimiin vaikuttavista seikoista. Seuraavassa pääluvussa siirrytään laajentamaan näkökulmaa johdon liiketoimiin arvopaperimarkkinoilla vaikuttavista seikoista sen toimiessa osana listayhtiötä. Strateginen ja operatiivinen päätöksenteko ovat johdon tärkeimpiä tehtäviä listayhtiön johtamisessa. Luvussa tarkastellaan, millainen rooli ja millaisia velvollisuuksia johdolla on listayhtiön päätöksentekoelimessä. Tällöin saadaan tutkielmaan kokonaisvaltainen kuva johdon liiketoimiin vaikuttavista seikoista arvopaperimarkkinoilla ja vastaus samalla toiseen tutkimuskysymykseen.

6 Johdon rooli ja velvollisuudet listayhtiön päätöksentekoli- messä

6.1. Päämies-agenttisuhte

Kun omistus ja päätöksenteko ovat eriytyneitä toisistaan, voidaan sanoa syntyneen päämies-agenttisuhte. Arvopaperimarkkinoilla listautuneiden yhtiöiden kohdalla tällainen suhte korostuu erityisesti, kun hajautunut osakkeenomistajien joukko ei voi valvoa yhtiöjohdon päätöksentekoa. Päämies-agenttisuhteessa päämies antaa agentille tietyn tehtävän suoritettavaksi ja näillä agentin toimilla on vaikutusta päämiehen varallisuuteen.²⁸¹ Osakkeenomistajien ja johdon välillä vallitsee riippuvaissuhde, sillä osakkeenomistajilla ei ole riittävää osaamista johtotehtävistä, mutta pitävät hallussaan yritystoiminnan vaatimaa pääomaa. Johdolla taas puolestaan on ammattitaitoa yrityksen johtamiseen muttei riittäviä varoja osaamisensa hyödyntämiseen.²⁸² Listayhtiössä siis osakkeenomistajat tarvitsevat johtoa ja johto osakkeenomistajia.

Päämiehen on hyödyllistä käyttää agenttia tehtävien suorittamiseen. Tätä tukee Hammanin, Loewensteinin ja Weberin tutkimus, jossa selvitettiin tehtävän delegoinnin vaikutusta päämiehen omaan etuun. Tutkimuksessa tarkasteltiin rahan jakamista päämiehen ja vastaanottajan välillä: pääsisikö päämies parempaan lopputulokseen rahan jakamisessa vastaanottajalle käyttäessään välikätenä agenttia kuin että päättäisi itse jaettavasta summasta. Tulokset osoittivat, että päämiehen oman edun kannalta agentin välityksellä toimiminen aikaansai paremman lopputuloksen: jaettu rahasumma oli pienempi. Lisäksi todettiin, että agenttien kautta toimiminen antoi päämiehelle positiivisen mielikuvan omasta käytöksestään ja roolistaan tulosten määrittämisessä. Päämiehen ei itse

²⁸¹ Salo 2015: 42, ks. Mähönen & Villa 2006: 108

²⁸² Pönkä 2012: 92

tarvinnut tuntea olevansa epäreilu, koska ei tehnyt jakopäätöstä itse, mutta sai oman edun kannalta paremman lopputuloksen.²⁸³

Agentin tulee toimissaan pyrkiä päämiehen edun edistämiseen sivuuttaen oman etunsa ja päättäen itsenäisesti menettelytavoista, joilla pyrkii tavoitteeseen. Julkisessa osakeyhtiössä tämä ilmenee johdon itsenäisessä asemassa liiketoiminnallisia päätöksiä tehtäessä.²⁸⁴ Päätöksenteon auktoriteettiasemansa puolesta johdolla on enemmän tietoa päätöksentekoon vaikuttavista asioista verrattuna osakkeenomistajiin.²⁸⁵ Tämä asetelma informaation epäsymmetriasta ja intressiristiriidat edun tavoittelun suhteen voivat aiheuttaa agentin osalta toisinaan opportunistista käyttäytymistä tavoittelemalla omaa etua. Näiden olosuhteiden takia johdon toimintaa osana yhtiötä on syytä säännellä.²⁸⁶ Päämies voi ehkäistä johdon oman edun tavoittelua esimerkiksi kannustimilla ja valvonnalla. Valvonnalla päämies varmistuu siitä, että agentti toimii sovitusti suhteessa.²⁸⁷ Kannustintarkoituksessa voidaan käyttää esimerkiksi edellisessä pääluvussa käsiteltyjä palkitsemisjärjestelmiä²⁸⁸, jotka mahdollistavat siis yksilönä johdon liiketoimet sisäpiiriassessa sekä yhtiössä johdon opportunistisen käyttäytymisen torjunnan.

Osakkeenomistajilla on residuaaliriski sijoittamillaan varoilla yhtiön menestymisestä, ja siksi heillä on intressinä maksimoida yrityksen menestyminen ja varallisuus, jolloin heillä on myös suuri intressi valvoa johdon toimia. Valvontatoimia helpottaa johdon korostettu lojaliteetti- ja huolellisuusvelvollisuus eli fidusiaariset velvollisuudet osakkeenomistajia kohtaan. Tehokkaimmin agentin toimiin toimia päämiehensä edun edistämiseksi vaikuttaa kuitenkin se, että viimesijaisinta valtaa päämies-agenttisuhteessa pitää päämiehenä toimivat osakkeenomistajat, sillä he voivat erottaa agentin toimesta.²⁸⁹

²⁸³ Hamman, Loewenstein & Weber 2010

²⁸⁴ Salo 2015: 42, ks. Mähönen & Villa 2006: 108

²⁸⁵ Salo 2015: 42

²⁸⁶ Lautjärvi 2017: 38

²⁸⁷ Salo 2015: 42

²⁸⁸ ks. 5.3

²⁸⁹ Mähönen & Villa 2006: 86-92

Osakeyhtiön ja johdon suhde ei ole puhdas sopimussuhde, jolloin sopimusoikeudelliset normit eivät riitä sen tulkinnassa. Johtohenkilön oikeudellinen asema ja tehtävät eivät ole sopimusoikeudellisella tavalla vapaasti sovittavissa, vaan ne perustuvat yhtiöoikeudellisiin normeihin.²⁹⁰ Tehtävien suoritus voi tapahtua päämiehen ja agentin välillä yhdessä sopimalla tai päämiehen antamalla toimeksiannolla. Agentin asemaan liittyy tehtävän suorittamisen lisäksi yhtiöoikeudellisia velvollisuuksia päämiestä kohtaan.²⁹¹ Johdon fidusiaaristen velvollisuuksien sisältöön yhtiöoikeudellisen normien lisäksi vaikuttavat myös yhtiön sisäiset normit, joilla fidusiaarisia velvollisuuksia voidaan täsmentää sopimusperusteisesti²⁹². Kun päämies-agentti suhteista päätöksentekojärjestelmää pörssi-yhtiössä täydennetään johdon fidusiaarisilla velvollisuuksilla, osakeyhtiölain kautta mahdollistetaan sijoitustoiminta, johon päämiehelle ei liity välitöntä tarvetta yhtiön päätöksentekoon osallistumisesta.²⁹³

6.2. Haasteena riskien hallitseminen

Liiketoimintaan liittyy aina epävarmuutta menestyksestä. Riskienhallinta on määrittelyltään prosessi, jonka kautta tunnistetaan, arvioidaan ja hallitaan liiketoiminnan tavoitteita uhkaavia tekijöitä vähentämällä tavoitteiden toteutumiseen liittyvää epävarmuutta. Riskienhallinnan prosessissa riskejä tunnistetaan ja arvioidaan, määritellään hallintatoimenpiteet ja otetaan ne käyttöön sekä varmistetaan niiden toimivuus.²⁹⁴ Lisäksi arvioidaan, millä kustannuksilla suojaavat toimenpiteet voidaan toteuttaa²⁹⁵. Riskienhallinta lasketaan osaksi yhtiön hallintoa johdon velvollisuudeksi, vaikka sen järjestämiseen liittyviä periaatteita ei suoraan erillisenä sisälly lainsäädäntöön²⁹⁶.

²⁹⁰ Salo 2015: 42-43, ks. Saarnilehto 2000: 80-82

²⁹¹ Lautjärvi 2017: 38

²⁹² Salo 2015: 43

²⁹³ Pönkä 2012: 39

²⁹⁴ Pörssisäätiö 2016: 42

²⁹⁵ Kallunki 2007

²⁹⁶ Pörssisäätiö 2016: 42

Itse riskien tunnistamisesta on säädetty laissa toimintakertomukseen liittyen. Toimintakertomuksen tulee sisältää arvion ensisijaisimmista riskeistä ja epävarmuustekijöistä. Lisäksi johdon tulee huolehtia, että yhtiön säännöllisessä raportoinnissa on kuvattu liiketoimintaan liittyvät merkittävät lähiajan riskit ja epävarmuustekijät.²⁹⁷ Itsesääntelyn osalta riskienhallinnan asianmukaiseen järjestämiseen ottaa kantaa Suomen pörssi-yhtiöiden Hallinnointikoodi, jonka suosituksessa 26 todetaan, että yhtiön on määriteltävä periaatteet yhtiön riskienhallinnan järjestämiselle.²⁹⁸

Tehokkaalla riskien hallinnalla on tyypillisesti ominaispiirteinä, että riskienhallinta on kattava koko liiketoiminnan osalta ja huomioi laajasti erityyppiset riskit. Tehokas riskienhallinta huomioi riskin vaikutuksen ja todennäköisyyden sekä huomioi yksittäisten tapaus-ten lisäksi useiden riskien muodostamat yhdistelmät. Riskien hallinnasta tekee tehokkaan lisäksi se, että se on integroitu osaksi liiketoiminnan suunnittelu- ja päätöksentekoprosesseja.²⁹⁹ Johdon ei ole päämiehen etuun vedoten kannattavaa tehdä liiketoimintapäätöksiä, jotka sisältävät merkittäviä ja huonosti suojattavia riskejä.

Riskienhallintaan on viime vuosina kiinnitetty enemmän huomiota ja samalla on tehty huomio, että riskien tunnistamiseen, arviointiin ja hallintaan tarvitaan toimiva malli johdon avuksi. Tähän on vastannut COSO (Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission), joka on laatinut yrityksille riskien hallintaan viitekehyksen, jota on laajasti ja menestyksekkäästi maailmalla hyödynnetty riskien tunnistamisessa, hallitsemaan näitä riskejä määritellyn riskinoton puitteissa ja tukemaan tavoitteiden saavuttamista. COSO:n mukaan tehokkaalla riskien hallinnalla yritys voi tunnistaa uusia mahdollisuuksia ja nykyisiin mahdollisuuksiin liittyviä epätavallisia haasteita ottamalla huomioon riskin positiivisia ja negatiivisia näkökohtia. Tehokkaalla riskien hallinnalla myös ylläpidetään ja parannetaan suorituskykyä tunnistamalla yhteisöllisiä riskejä, jotka voivat johtua kokonaisuuden yhdestä osasta, mutta vaikuttaa monissa organisaation osissa.

²⁹⁷ Hallinnointikoodi 2020: 41, ks. Arvopaperimarkkinalaki 7:6

²⁹⁸ Pörssisäätiö 2016: 42

²⁹⁹ Pörssisäätiö 2016: 42

Tehokkaalla riskien hallinnalla on COSO:n mukaan kannattavuutta tukeva elementti vähentäen epäedullisia yllätyksiä, ja niistä johtuvia kustannuksia tai tappioita. Suorituskyvyn vaihtelevuus myös vähentyy, kun ennakoitaan suorituskykyyn vaikuttaviin riskeihin ja toteutetaan tarvittavia toimenpiteitä riskien minimoimiseksi ja mahdollisuuksien maksimoimiseksi. Resurssien käyttäminen lisäksi paranee, kun riskin tietoon tullessa rajallisia resursseja voidaan uudelleen kohdentaa, suunnata ja jakaa. Ennakoimalla ja reagoimalla muutoksiin pidetään yllä yrityksen elinkelpoisuutta. Riskien hallinnan merkitys kasvaa, kun markkinoilla muutosvauhti kiihtyy ja liiketoiminnan monimutkaisuus kasvaa.³⁰⁰ Suomalaisista pörssiyhtiöstä COSO ERM-viitekehystä käyttävät riskienhallintapolitiikassaan verkkosivujensa mukaan muun muassa Kesko Oyj ja UPM-Kymmene Oyj³⁰¹.

Johdon tulisi tehdä yhtiössä liiketoimintapäätöksiä, jotka parantavat yhtiön arvoa ja joiden tuotto-oletus on sopivassa suhteessa päätökseen liittyvään riskiin. Liian riskisinä liiketoimina voidaan pitää spekulatiivisia investointeja, jolloin a) tappio todennäköisesti on merkittävästi suurempi kuin voitto, b) riski on päätöksessä epäsuhteessa mahdollisesti saavutettavaan voittoon nähden, tai c) investointi vaarantaisi yhtiön jatkuvuuden. Tilanteessa, jossa kaikki vaihtoehdot tulevat olemaan tappiollisia, tulisi valita vaihtoehto, joka minimoi vahingot.³⁰²

Yhtiön liiketoiminnassa ja sen rahoittamisessa riskit voidaan jaotella strategisiin, operatiivisiin ja rahoituksellisiin riskeihin. Strategiset riskit kohdistuvat yrityksen liiketoimintaympäristöön liittyviin epävarmuuksiin. Strategiset riskit muodostuvat pitkänaikavälin muutoksista muun muassa kilpailutilanteesta toimialalla, teknologiassa ja kuluttajien käyttäytymisessä, mitkä heijastuvat kysyntään. Strateginen riski voi liittyä myös yritykselle tärkeän raaka-aineen saatavuuteen ja hintaan.³⁰³

³⁰⁰ COSO 2017: 3-4

³⁰¹ ks. upm.com ja kesko.fi

³⁰² Salo 2015: 123

³⁰³ Kallunki 2007

Operatiiviset riskit ovat keskipitkän tai lyhyen aikavälin riskejä vaikuttaen yrityksen liiketoiminnan epävarmuuteen. Useimmiten operatiiviset riskit johtuvat ennustamisen vaikeudesta yrityksen hyödykkeiden hinnoissa ja toimitusmäärissä. Liiketoiminnan kannattavuuteen vaikuttavia operatiivisia riskejä ovat myös merkittävän tuotantopanoksen esimerkiksi energian hintaan liittyvä epävarmuus ja valuuttakurssien muutokset. Vahinkoriski, jolloin esimerkiksi tuotantolaitoksen omaisuutta tuhoutuu tulipalossa, on myös operatiivinen riski aiheuttaen yritykselle taloudellista menetystä omaisuuden puolesta ja varsinkin tuotannon keskeytymisen takia.³⁰⁴

Rahoitukselliset riskit ovat yrityksen käyttämään pääomaan liittyviä riskejä. Tyypillisimmät rahoitukselliset riskit ovat korkoriski ja luottoriski. Korkoriski voi olla seurausta yhtiön velan korkomuutoksista yleisen korkotason muuttuessa ja luottoriski voi aiheutua myyntisaamisiin liittyviin tappioiden syntymiseen johtuen asiakkaan maksukyvyttömyydestä. Valuuttakurssien muutoksilla on tässäkin riskiryhmässä vaikutusta yhtiöön aiheuttaen muutoksia esimerkiksi juuri korkomenojen ja lyhennyksien suuruuteen, jos lainoja on nostettu eri valuutalla kuin eurolla.³⁰⁵

Johdolla tyypillisin menetelmä riskien analysoinnissa on herkkyysanalyysi. Herkkyysanalyysillä selvitetään, kuinka herkästi mallin tulos muuttuu lähtöoletuksia muuttamalla. Valuuttakurssimuutoksista aiheutuvaa luottoriskiä voitaisiin esimerkiksi arvioida lähtöoletuksilla, että vieraan valuutan kurssi puolen vuoden aikana muuttuu suuntaansa enintään kymmenen prosenttia. Yhtiöllä on puolen vuoden päästä erääntymässä myyntisaaminen kyseisessä vieraassa valuutassa, joten herkkyysanalyysissä laskettaisiin, miten suuren euromääräisen muutoksen tuo valuuttakurssin muutos aiheuttaisi myyntisaamiseen. Tämän jälkeen arvioitavaa on, onko muutos ja riski niin suuri, että siltä tulisi suojautua.³⁰⁶

³⁰⁴ Kallunki 2007

³⁰⁵ Kallunki 2007

³⁰⁶ Kallunki 2007

Riskien hallinnassa riskejä analysoitaessa voidaan monimutkaisemmissa tilanteissa käyttää skenaarioanalyysiä tai erilaisia simulointimalleja, joita tarvitaan, jos riskienhallintatilanteeseen huomattavasti vaikuttavia seikkoja on enemmän kuin yksi. Skenaarioanalyysi on laajennettu versio herkkyyssanalyyysistä, jossa analysoidaan yhtiön kassavarojen muuttumista esimerkiksi kahden tekijän yhtäaikaisesti muuttuessa. Yhtiön ottaessa esimerkiksi vaihtuvakorkoisen lainan vaikuttavina tekijöitä ovat valuuttakurssimuutokset ja korkomuutokset. Simulointimalleja taas voidaan käyttää tilanteissa, joissa muuttujien välillä vallitsee korrelaatioita, joita on hankala mallintaa skenaarioanalyyysissä.³⁰⁷

Johto voi tyypillisimmin hallita rahoituksellisia ja operatiivisia riskejä rahoitusinstrumenteilla, joita ovat muun muassa optiot ja termiinit, joilla kohde-etuus joko sopimuksen oikeuteen tai velvollisuuteen perustuen ostetaan tai myydään tulevaisuudessa tiettyyn aikaan ja sovittuun hintaan. Riskienhallinnassa välinevalikoimana toimivat myös erityyppiset vakuutukset ja sopimustekniset keinot liittyen esimerkiksi asiakassuhteisiin tai tavarantoimittajiin. Strategisten riskien osalta hallinta on hankalampaa, mutta sitä voidaan toteuttaa huomioimalla riskejä liiketoiminnan suunnittelu- ja toteutuspäätöksissä.³⁰⁸

6.3. Fidusiariset velvollisuudet päätöksenteossa

6.3.1. Huolellisuusvelvollisuus

Osakeyhtiölain yleisillä periaatteilla on tähdätty joustavammin ja painokkaammin sääntelemään ja pitämään kurissa intressiristiriitoja eri toimijoiden välillä sekä yksityisissä ja julkisissa osakeyhtiöissä. Yleisistä periaatteista huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuus suojaavat yhtiötä itseään ja välillisesti osakkeenomistajia.³⁰⁹ Osakeyhtiölaissa johdon

³⁰⁷ Kallunki 2007

³⁰⁸ Kallunki 2007

³⁰⁹ Lautjärvi 2017: 44

huolellisuusvelvollisuus³¹⁰ määritellään varsin yleisellä tasolla, ja siksi säännöksen noudattamista arvioidaan tapauskohtaisesti. Osakeyhtiölain mukaiseen huolellisuusvelvoitteeseen sisältyy aktiivinen myötävaikuttamisvelvollisuus johdon osalta. Tähän sisältyy lain esitöiden mukaan, että huolellisuusvelvoitteen vastaisena toimintana on myös toimien tekemättä jättäminen.³¹¹ Johdon yleistä huolellisuutta on osallistua päätöksentekoon ja suorittaa ne toimet, jotka sille lain, yhtiöjärjestyksen ja muiden sisäisten sääntöjen mukaan kuuluvat. Johtohenkilöiden huolellisuuteen lukeutuu myös olla selvillä yhtiön asioista.³¹² Pörssissä noteeratuilla yhtiöillä on enemmän sidosryhmiä, ja yhtiön tulee pystyä täyttämään tiedonantotarpeet suurentuneelle omistuspohjalle sekä analyytikoille, jotka seuraavat pörssiyhtiön kehittymistä. Johdon tulee ottaa huomioon, että tämä korostunut huolellisuusvelvollisuus tulee useimmiten vaikuttamaan johdon ajankäytön lisääntymisenä verrattuna listaamattomaan yhtiöön.³¹³

Johto toimii huolellisesti, jos se toimii lakien ja yhtiöjärjestyksen mukaisesti, arvioi huolellisesti päätöksiä riittävien tietojen pohjalta ja päätöksen riski-tuottosuhdetta. Johdon huolellisuusvelvoitteeseen kuuluu lisäksi eteneminen liiketoimissaan aina yhtiön etu edellä sekä hallituksen jäsenien esteellisyyden huomioiminen ja poisjättäminen päätöksenteon ulkopuolelle. Johdon liiketoimien osalta lain noudattamista ja päätöksentekoprosessin huolellisuutta on suhteellisen helppo arvioida, yhtiön etua ja hallituksen esteellisyyttä puolestaan vaikeampaa.³¹⁴

Päätöksentekoprosessissa huolellisuusvelvollisuuteen vaikuttavat päätökseen liittyvä riski, päätettävän toimen laajuus ja merkittävyys. Ennen päätöksentekoa tulee päätöksenteon tueksi johdon hankkia aktiivisesti informaatiota, jotta yhtiölle haitalliset toimet estettäisiin. Johto toimii huolellisesti, jos se päätöksentekoa varten hankkii kaiken kohdulla saatavissa olevan tarpeellisen tiedon, ottaa yhtiön taloudellisen aseman

³¹⁰ Osakeyhtiölaki 624/2006, 1:8

³¹¹ Salo 2015: 44, ks, HE 109/2005: 40

³¹² Salo 2015: 44

³¹³ Pörssisäätiö 2016: 16

³¹⁴ Hannula, Kari & Mäki 2014: 99

huomioon sekä valitsee yhtiön kannalta parhaan ratkaisun kyseisessä tilanteessa. Huolellisuusvelvollisuutta voidaan täsmentää arvioimalla lojaliteettivelvollisuuden sisältöä.³¹⁵

Liiketoiminnassa päätöksiin liittyy aina epävarmuutta ja riskien ottamista. Päätökseen liittyvän riskin kasvaessa kasvaa myös johdon huolellisuusvelvollisuuden vaatimus. Huolellisuusvelvoitetta arvioidaan pääosin objektiivisesti eli miten huolellinen henkilö vastaavassa asemassa toimisi vastaavissa olosuhteissa. Arvioimalla objektiivisesti huolellisuusvelvollisuutta ei tällöin johdon puutteelliset kyvyt tai tiedot rajoita tai poista vastuuta.³¹⁶

Subjektiiivisten tekijöiden osalta johdon huolellisuusvelvollisuuden arviointi voi kiristyä päätöksenteossa. Tällainen subjektiivinen tekijä voi olla esimerkiksi erityisasiantuntemus jostain tietyistä aihealueista. Mikäli johdon jäsenellä on erityisosaamista aihepiiristä, josta ollaan päätöksiä tekemässä, voidaan häneltä tarpeen vaatiessa edellyttää päätöksen tueksi laajempaa selonottokykyä vedoten lojaliteettivelvollisuuteen ja pyrkimykseen estää yhtiölle vahingollinen päätöksenteko.³¹⁷

Korvausvastuuseen huolimattomuudesta on oikeuskäytännössä tyypillisesti katsottu tilanteet, joissa yhtiölle aiheutuu ylimääräisiä kuluja tai sille kuuluvia tuloja tai muita hyötyjä jää saamatta ja hyödyllisemmin toimimalla yhtiö olisi ollut paremmassa asemassa. Virheet ovat kuitenkin johdon liiketoimissa sallittuja ja käytännön tasolla vääriä liiketoimintapäätöksiä tehdäänkin paljon. Niihin ei liity vahingonkorvausvastuuta, jos ratkaisut ovat asianmukaisesti ja huolellisesti tehtyjä sekä lain ja yhtiöjärjestyksen mukaisia noudattaen yhtiöoikeudellista business judgment rulen periaatetta.³¹⁸

³¹⁵ Salo 2015: 49

³¹⁶ Salo 2015: 44, ks. HE 109/2005: 40-41

³¹⁷ Salo 2015: 44

³¹⁸ Hannula, Kari & Mäki 2014: 99

Kuten aiemmin todettiin, huolellisuusvelvoitteen rikkomiseksi laskettiin esitöiden mukaan toimen tekemättä jättäminen. Johto voi joutua rikosoikeudelliseen vastuuseen törkeästä huolimattomuudesta. Esimerkkinä tällaisesta rikosvastuuseen johtaneesta, arvopaperimarkkinoihin liittyvästä huolellisuusvelvoitteen ja tiedonantovelvollisuuden rikkomisesta on korkeimmassa oikeudessa käsitelty seuraavassa oikeustapauksessa:

KKO 2013:53 oli kyse X Oyj:n toimitusjohtajaan A kohdistuvasta arvopaperimarkkinoiden tiedottamisrikoksesta. A oli toiminut yhtiössä 31.12.2002 saakka toimitusjohtajana ja koko tekoajan hallituksen varsinaisena jäsenenä ja jättänyt törkeästä huolimattomuudesta antamatta X Oyj:n osaketta koskevan tiedon, joka arvopaperimarkkinalain velvoittamana olisi tullut antaa, ja jolla olisi ollut vaikutusta arvopaperin arvoon. X Oyj oli 16.1.2003 pörssitiedotteessaan ilmoittanut vuoden 2002 osakekohtaisen tuloksen tulevan todennäköisesti olemaan tappiollinen, vaikka toisen vuosipuoliskon osakekohtaisen tuloksen tiedettiin jo marraskuun tulosraportissa 9. - 11.12.2002 tulevan jäämään 29.10.2002 pörssitiedotteessa annettua arviota alhaisemmaksi. Pörssiyhtiötä koskevan jatkuvan tiedonantovelvollisuuden mukaan yhtiön johdon tulee arvioida tulossennusteen toteutumisen todennäköisyyttä ja poikkeamista tulee ilmoittaa ilman aiheetonta viivästystä. A:lla oli X Oyj:n toimitusjohtajana käytettävissään luotettavien, ajantasaisten ja riittävien seuranta- ja raportointijärjestelmien lisäksi talousjohdolta saatua täydentävää tietoa sähköpostikeskusteluina heikomman tuloksen muodostumisesta. Korkein oikeus katsoi, että talousjohdon täydentävät tiedot ja marraskuun lopullinen tulosraportti muodostivat yhdessä kokonaisuuden, josta on syntynyt viimeistään 11.12.2002 tiedonantovelvollisuus aiemman osakekohtaisen tuloksen arvion muuttumisesta heikommaksi. A tuomittiin 50 päiväsakkoon arvopaperimarkkinoita koskevasta tiedottamisrikoksesta kokonaissummaltaan 9 950 euroa.

6.3.2. Lojaliteettivelvollisuus

Fidusiaarisista velvollisuuksista johdon lojaliteettivelvollisuus tarkoittaa päätöksenteon osalta ratkaisuja, jotka palvelevat yhtiön edun edistämistä. Yhtiöoikeudessa lojaliteettivelvollisuus on tiukempi verrattuna yksityisoikeuden aloihin, koska yhtiöoikeudellisella

fidusiaarilla eli johdolla on enemmän omaa harkintavaltaa. Lisäksi yhtiöoikeudellisesti lojaliteettivelvollisuus on yksipuolista sitoen vain johtoa. Päämies-agenttisuhteessa osapuolet sopivat tavoitteen, mutta päätöksenteon tehtävä on loppupeleissä johdolla.³¹⁹

Poikkeustapauksissa kaikkien osakkeenomistajien edun mukaan toimiminen ei ole riittävää lojaalisuutta, vaan etujen tulee kohdistua suoraan osakkeenomistajien omistuksen arvoon. Tällaisia tilanteita ovat muun muassa päätökset sulautumisesta ja yhtiön osakkeiden myynnistä julkisella ostotarjouksella, jolloin osakkeenomistajille pyritään maksimoimaan varallisuus mahdollisimman hyvällä sulautumisvastikkeella ja mahdollisimman hyvällä julkisella ostotarjouksella.³²⁰

Osana yhtiötä toimimiseen on lojaliteettivelvollisuuteen kuulunut toisinaan myös johdon kilpailukiello. Koska lojaliteettivelvollisuuden tarkoituksena on yhtiön edun huomiointi kaikissa toimissa, ei voida pitää johtohenkilöiden osalta lojaalina toimintana yhtiön kanssa kilpailevan toiminnan harjoittamista, vaikkakin sitä ei suoranaisesti ole osakeyhtiölaissa tai hallituksen esityksissä kielletty.³²¹ Kilpailevasta toiminnasta voisi seurata riippumattoman, yhtiön edun mukaisen päätöksenteon vaarantuminen. Kilpailukiellon asettamisesta on useimmiten sovittu yhtiön johtohenkilön ja yhtiön välisellä sopimuksella tai yhtiöjärjestyksen määräyksellä. Johtohenkilön kilpailevan toiminnan kieltoa yhtiötä kohtaan tukee myös laki sopimattomasta menettelystä 1§, jossa kielletään hyvän liiketavan vastainen tai muutoin toisen elinkeinoharjoittajan kannalta sopimaton menettely.³²²

Salassapitovelvollisuus on usein yhdistetty yhtiön päätöksentekijöiden lojaliteettivelvollisuuteen, vaikka sitä ei myöskään ole osakeyhtiölaissa säädetty. Salassapitovelvollisuus koskee esimerkiksi yhtiön liikesalaisuuksia. Vastaparina salassapitovelvollisuudelle on osakkeenomistajien tiedonsaantioikeus. Jotta johdon tapaa johtaa yhtiötä voitaisiin

³¹⁹ Salo 2015: 50

³²⁰ HE 109/2005: 41

³²¹ Salo 2015: 59, ks. Mähönen & Villa 2006: 126-127

³²² Salo 2015: 60

tehokkaasti valvoa, tarvitsee osakkeenomistajat oikeaa ja riittävää tietoa toimista. Liian tiukka salassapito liiketoimista syventää informaation epäsymmetriaa johdon ja osakkeenomistajien välillä.³²³

Yhtiön edun mukainen toiminta varmistetaan myös sillä, ettei esteelliset hallituksen jäsenet osallistu liiketoimien päätöksentekoon. Hallituksen jäsenen tulee jäädä itsensä pois asian käsittelystä ja päätöksenteosta, jos käsittely koskee yhtiön ja jäsenen välistä sopimusta, ja kun käsittelyssä on yhtiön ja kolmannen välinen sopimus, josta olisi odotettavissa olennaista etua hallituksen jäsenelle, ja tämä etu olisi ristiriidassa yhtiön tai osakkeenomistajien edun kanssa. Jäävämisellä poistetaan epäily johdon intressistä toimia päätöksenteossa muuten kuin lojaalilla tavalla yhtiötä kohtaan.³²⁴

Yhdysvalloissa ja suurimmassa osassa EU:n jäsenvaltioista lojaliteettivelvollisuuteen on säädetty corporate opportunity -tilanteista, joissa liiketoimintamahdollisuuden esiintullessa sitä tulee johdon tarjota ensin yhtiölle ennen kuin itsehyödyntämismahdollisuus aukeaa. Vaikka corporate opportunity -tilanteita ei ole Suomessa säädetty osakeyhtiölakiin kuuluviksi, voitaneen ne sisällyttää myös lojaliteettivelvollisuuden sisältöön yhtiön edun edistämisen tarkoituksessa. Lojaalia toimintaa johtohenkilöltä ei voida katsoa olevan liiketoimintamahdollisuuden hyödyntäminen, jonka yhtiö olisi päätöksellä itse voinut käyttää.³²⁵

Osakeyhtiöoikeudelliset yleiset taustaperiaatteet toiminnan tarkoitus ja jatkuvuus ovat periaatteita, joilla on yhtymäkohtia johdon edellä mainittuihin fidusiaarisiin velvollisuuksiin päätöksenteossa. Huolellisessa ja yhtiön edun mukaisessa päätöksenteossa näitä taustaperiaatteita ei voida jättää ulkopuolelle. Toiminnan tarkoituksella osakeyhtiölain mukaan on useimmiten tarkoitettu voiton tuottamista osakkeenomistajille. Yhtiön toiminnan tarkoitus on kuitenkin mahdollista sopia dispositiivisesti toisin, mutta

³²³ Salo 2015: 61, ks. Mähönen & Villa 2006:128-130

³²⁴ Hannula, Kari & Mäki 2014: 102

³²⁵ Salo 2015: 62-65

osakkeenomistajilla on aina residuaaliriski osakeyhtiöissä sijoittamillaan varoilla, mikä toimii rajoituksena voitontuottamistarkoituksen syrjäyttämiseksi.³²⁶ Voitontuottamistarkoituksessa tehdyt liiketoimintapäätökset ja -toimet voidaan sanoa olevan johdon osalta lojaalia toimintaa yhtiötä kohtaan.

Voitontuottaminen voi tarkoittaa yhtiössä eri asioita. Mittarina voidaan tarkastella tilinpäätöksen tuloslaskelman tilikauden voittoa, taseen osoittamaa omaa pääomaa tai jakokelpoisen varallisuuden määrää ja yhtiön varallisuusasemaa. Toisaalta voitontuottamiskykyä voi ilmentää yhtiön antamien osakkeiden markkinahinta tai nämä kaikki edelliset yhdistelmänä.³²⁷

Yhtiön johdon on kaikissa päätöksissä liiketoimintaan liittyen toteutettava yhtiön toiminnan tarkoitusta ja edistettävä jatkuvuuden periaatetta. Johdon ei tule pyrkiä maksimoimaan voitontuottamista lyhyellä aikavälillä, vaan edun kannalta on parempi vaihtoehto tavoitella voitontuottamista pitkällä aikavälillä. Ylläpitämällä ja parantamalla voitontuottamiskykyä lisää se yhtiön ja sen osakkeiden arvoa. Yhtiön toiminnan tarkoituksenmukaisella toiminnalla on yhteys myös yhtiön jatkuvuuden varmistamiseksi. Johdon tulee lojaliteettivelvollisuuteen vedoten toimia päätöksenteossa ratkaisuin, joilla turvataan yhtiön jatkuvuus.³²⁸ Jatkuvuuden periaate turvaa osakkeenomistajien oikeuksien lisäksi myös velkojien oikeuksia. Jatkuvuuden periaatteella turvataan velkojien oikeudellista asemaa velalliseen yhtiöön sekä sen johtoon ja osakkeenomistajiin, sillä velkojat edellyttävät jatkuvuuden periaatetta toiminnan tarkoituksen toteuttamisessa.³²⁹

Pitkän aikavälin voitontuottamiseen ja voitontuottamiskyvyn jatkuvuuteen päästään vain, jos johto tekee jatkuvuutta tukevia päätöksiä. Voiton tuottamista johto toteuttaa yhtiössä yleensä kerryttämällä jakokelpoisia varoja, jotka voidaan jakaa osakkeenomistajille. Lojaliteettiperiaatteen noudattamista on myös osaltaan yhtiön osakkeen arvon

³²⁶ Lautjärvi 2017: 46

³²⁷ Lautjärvi 2017: 46

³²⁸ Lautjärvi 2017: 47-49

³²⁹ Lautjärvi 2017: 46-47

vahvistaminen, joka voidaan toteuttaa päättämällä jättää varat tai osa niistä jakamatta. Voitontuottamisen edellytyksiä ja tuottoja voidaan parantaa myös liiketaloudellisesti hyväksyttävillä investoinneilla ja muilla panostuksilla, joilla kerrytetään osakkeenomistajille lisätuottoja ja -varoja. Kaikkea tuotettua voittoa ei siis kannata jakaa jatkuvasti osakkeenomistajille vaan säästää myös tuleviin panostuksiin.³³⁰ Lain esitöiden mukaan pörssiyhtiöissä erityisesti johdon tulee pyrkiä kasvattamaan osakkeen arvoa mahdollisimman korkeaksi, jotta osakkeenomistaja voi halutessaan realisoida osakkeensa myynnillä³³¹.

Lain esitöissä on myös mainittu, että yhtiön johdon tulisi noudattaa yhteiskunnallisesti hyväksytyjä menettelytapoja pitkän aikavälin voitontuottamisen aikeissaan ja osakkeen arvon kasvattamisessa myös toimissa, joissa lait eivät sellaiseen pakota. Lisäksi on korostettu, että johdon tulee huolehtia yhtiön julkisesta kuvasta, koska sillä merkitystä yritystoimintaan ja osakkeen arvoon.³³²

6.3.3. Yhdenvertaisuus

Arvopaperimarkkinoilla vallitsevan yhdenvertaisuusperiaatteen tehtävänä on ylläpitää luottamusta markkinaosapuoliin, ettei toimijat pystyisi oikeudettomasti hyötymään toisen kustannuksella. Yhdenvertaisuusperiaate, kuten muukin arvopaperimarkkinaoikeuden sääntely, turvaa sijoittajien luottamusta arvopaperimarkkinoiden puolueettomuuteen ja tehokkuuteen, mikä edistää arvopaperimarkkinoiden toimintaa. Arvopaperimarkkinaoikeudellinen yhdenvertaisuus koskee siis markkinoita kokonaisuudessaan, kun taas osakeyhtiöoikeudellinen yhdenvertaisuus eroaa siitä rajautuen lähinnä yksittäisen osakeyhtiön sisäiseen päätöksentekoon.³³³

³³⁰ Lautjärvi 2017: 47-48

³³¹ HE 109/2005: 39

³³² HE 109/2005: 39

³³³ Pönkä 2012: 206-207

Osakeyhtiölain osakkeenomistajien yhdenvertaisuusperiaate voidaan eritellä kahteen osaan. Yhdenvertaisuus tarkoittaa ensinäkin sitä, että kaikilla osakkeilla on yhtiössä yhtäläiset oikeudet. Yhtiöjärjestyksessä on kuitenkin mahdollista määrätä oikeuksista toisin. Toiseksi yhdenvertaisuusperiaate yhdistyy osakkeenomistajien kohdalla lojaliteettivelvollisuuteen, koska liiketoimintapäätösten ja -toimien tulee palvella kaikkien osakkeenomistajien etuja eikä vain tiettyjen.³³⁴ Päätöksenteossa tai muulla toimenpiteellä ei saa tuottaa perusteetonta etua osakkeenomistajalle tai muulle toisen osakkeenomistajan tai yhtiön kustannuksella.³³⁵ Vaikka arvopaperimarkkinaoikeudellinen yhdenvertaisuus ulottuu kaikkiin osakkeenomistajiin kohdeyhtiössä, käytännössä se mielletään ensisijaisesti vähemmistönsuojasäännökseksi³³⁶.

Johdon tulee huomioida yhdenvertaisuusperiaate kaikessa päätöksenteossa ja toimenpiteissä. Yhdenvertaisuusperiaate velvoittaa osakeyhtiölain mukaan yhtiön laissa määrättyjä toimielimiä, joihin lukeutuu yhtiökokous, hallitus, toimitusjohtaja ja hallintoneuvosto. Velvoite ulottuu myös näihin toimielimiin rinnastettavaan toimielimeen, kuten yhtiön selvitysmieheen. Yhdenvertaisuusperiaatetta ei tarvitse noudattaa yhtiön ulkopuolisiin tahoihin, kuten velkojiin.³³⁷

Yhdenvertaisuusperiaatteeseen sisältyy ajatus muodollisesta ja aineellisesta yhdenvertaisuudesta. Yhdenvertaisuudessa olettamana on, että osakeoikeudet ovat yhtäläiset, mutta joista voidaan dispositiivisesti sopia toisinkin. Toisaalta yhdenvertaisuus on pakottavaa oikeutta, jossa kielletään määräysvallan väärinkäyttö.³³⁸ Muodollisen yhdenvertaisuuden mukaan osakkeenomistajien keskinäinen oikeusasema määräytyy kohdeyhtiön osakeyhtiölaista ja yhtiöjärjestyksestä. Osakkeenomistajien keskinäisen aseman ei kuitenkaan tarvitse yhdenvertaisuusperiaatteen mukaan olla jatkuvasti kaikissa tilanteissa täysin samanlainen sisällöltään. Yhdenvertaisuusperiaatteen luomalla oikeudella

³³⁴ HE 109/2005: 41

³³⁵ Lautjärvi 2017: 51

³³⁶ Pönkä 2012: 205

³³⁷ Lautjärvi 2017:52

³³⁸ Lautjärvi 2017: 53

osakkeenomistajat voivat luottaa siihen, että heidän osakkeillaan saa samat oikeudet kuin muillakin osakkeilla, ja että yhtiöjärjestyksessä toisin määrätyt erilaiset osakkeiden oikeudet ovat pysyviä.³³⁹ Aineellisella yhdenvertaisuudella suojataan vähemmistöosakkeenomistajia. Yhdenvertaisuusperiaatteella ehkäistään, ettei enemmistöosakkeenomistajat tai johto toimi päätöksenteossa opportunistisesti, jolloin yhtiön ja kaikkien osakkeenomistajien etu ei ole ensisijalla.³⁴⁰

Erityinen arvopaperimarkkinaoikeudellinen yhdenvertaisuus ilmenee konkreettisesti informaation julkistamiseen liittyvän sääntelyn yhteydessä. Johdon on informaation julkistamiseen liittyvillä päätöksillä huolehdittava siitä, että arvopaperien liikkeellelaskija pitää tasapuolisesti ja jatkuvasti sijoittajien saatavilla riittäviä tietoja, jotka olennaisesti vaikuttavat arvopaperin arvoon.³⁴¹ Toinen erityinen arvopaperimarkkinoilla toimivien yhtiöiden yhdenvertaisuussäännös liittyy julkisiin ostotarjouksiin. Julkista ostotarjousta suunniteltaessa tulee huomioida arvopaperimarkkinalain säännös, jossa ostotarjouksen kohteena olevan yhtiön arvopaperien haltijoita ei saa asettaa eriarvoiseen asemaan. Tätä kutsutaan tasavertaisuuden periaatteeksi ja sijoittajien tasapuolisen kohtelun vaatimukseksi.³⁴²

Yhdenvertaisuusperiaatteen rikkomista päätöksenteossa edistäneet tahot, kuten osakkeenomistajat ja johtohenkilöt voivat joutua vahingonkorvausvastuuseen. Mikäli osakkeenomistajan oikeutta rikotaan yhdenvertaisuusperiaatteen rikkomisen takia, on hänellä oikeus moittia päätöstä ja vakavissa rikkeissä aiheuttaa päätöksen mitätöinnin. Osakkeenomistajan vaikutusvaltaan liittyvät väärinkäytöt voivat johtaa osakkeiden lunastusvelvollisuuteen tai purkamaan yhtiön. Yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisen päätöksen noudattaminen on kiellettyä johdossa hallituksen tai sen jäsenen osalta.³⁴³

³³⁹ Lautjärvi 2017: 53

³⁴⁰ Lautjärvi 2017: 53

³⁴¹ Pönkä 2012: 206

³⁴² Arvopaperimarkkinalaki 11:7§

³⁴³ Lautjärvi 2017: 56

Osakkeenomistajien yhdenvertaisuusperiaate ja lojaliteettivelvollisuus ovat selkeästi yhteyksissä toisiinsa, vaikka lojaliteettivelvollisuus koskee pelkästään johtoa ja yhdenvertaisuusperiaate puolestaan sekä johtoa että osakkeenomistajia. Yhdenvertaisuusperiaate ulottuu sekä liiketoimintapäätöksiin että yhtiön sisäisiin päätöksiin ja toimiin. Liiketoimintapäätökset koskevat yleensä varojen käyttöä, jolloin tarkoituksena on yhtiön tuloksen kerryttäminen. Jos liiketoimintapäätös koskee varojen jakoa osakkeenomistajille, liittyy yhtiön tarkoituksenmukaiseen toimintaan silloin sekä yhdenvertaisuuden periaatetta sekä lojaliteettivelvollisuutta. Varojenjako koskeva liiketoimintapäätös ei voi olla toiminnan tarkoituksenmukainen, jos se rikkoo yhdenvertaisuusperiaatetta.³⁴⁴

Tilanteet, joissa yhdenvertaisuusperiaate korostuu liittyvät siis yhtiön sisäisiin päätöksiin ja toimiin koskien osakkeenomistajien oikeuksia tai velvollisuuksia. Yhtiön sisäiset päätökset ja toimet pääsääntöisesti palvelevat yhtiön liiketoiminnassa tarkoituksenmukaista toimintaa ja lojaliteettivelvollisuuden täyttymistä, mutta yhdenvertaisuusperiaatteen noudattaminen tulee niissä arvioida tapauskohtaisesti vielä erikseen.³⁴⁵

6.4. Business judgment rule liiketoimien vastuuarvioinnin standardina

Johtohenkilöiltä vaaditaan huolellisuutta kaikissa toimissaan, kuten edellä todettiin, mutta yhtiön liiketoimissa joudutaan välillä toimimaan ripeästikin eikä kaikkea mahdollista tietoa ole mahdollista saada kasaan rajoitetussa aikataulussa. Tämän takia johto tarvitsee suojausta, mikäli liiketoimien seurauksena aiheutuukin yhtiölle vahinkoa. Ilman suojausta johdolla ei myöskään olisi niin paljon rohkeutta tehdä välttämättömiä päätöksiä esimerkiksi investoinneista, liiketoimien laajentamisesta ja uudesta riskisemmästä liiketoimintasuunnitelmasta. Riskien ottaminen on luonnollinen osa liiketoimintaa. On osakkeenomistajien etu, että johtoa enemmänkin kannustetaan haastaviin

³⁴⁴ Lautjärvi 2017: 59-60

³⁴⁵ Lautjärvi 2017: 60

liiketoimintapäätöksiin ilman jatkuvaa pelkoa vahingonkorvausvastuusta vastuullisessa tehtävässään.³⁴⁶

Johtohenkilöillä on ratkaistavana yhä monimutkaisempia ongelmia liittyen esimerkiksi liiketoimintastrategiaan. Tämä tarkoittaa, että yhteiskunnalliset haasteet heijastuvat väistämättä myös yrityksen päätöksentekoon. Yrityksissä luodaan uusia liiketoimintamalleja, ja ne luovat epävarmuutta yrityksen johdossa juridisten vastuiden osalta. Myös tätä varten johto tarvitsee business judgment rulen tarjoamaa suojaa.³⁴⁷

Business judgment rule on löytänyt tiensä Yhdysvalloista osaksi EU-maiden sääntelyä, myös Suomeen. Se antaa suojan johdolle liiketoimintapäätöksiin, jos ne ovat perustuneet riittäviin ja asianmukaisiin päätösprosesseihin ja tietoon. Tärkeimpiä BJR:n elementtejä ovat kyky käyttää erilaisia lähteitä ja tietoja, koska silloin johtohenkilöt kykenevät paremmin mukautumaan liiketoimintaympäristön ja yhteiskunnan muutoksiin.³⁴⁸

Osakeyhtiötä säännellään ensisijaisesti kansallisella lainsäädännöllä. Euroopan unionissa yhtiölaki on vain osittain yhdenmukaistettu ja yhdenmukaistaminen koskee pääasiassa julkisia osakeyhtiöitä. Yhdenmukaistamista on tehty EU-alueella hahmottelemalla eurooppalaista malliosakeyhtiölakia (The European Model Companies Act, EMCA), jolla pyritään varmistamaan, että eurooppalaisten yritysten lainsäädäntökehys on valmis vastaamaan nykyaikaisiin haasteisiin tulevaisuudessa.³⁴⁹ Suomen lainsäädännössä BJR mainitaan lain esitöissä³⁵⁰. EMCA:an business judgment rule on sisällytetty siten, että johto täyttää huolellisuusveloitteensa liiketoimen osalta vilpittömässä mielessä, jos johtohenkilöt eivät saa liiketoimesta omaa etua, heillä on ollut käytössään liiketoimesta päätettäessä kohtuullisesti saatavilla olevat tiedot olosuhteisiin nähden ja rationaalisesti uskovat liiketoimen olevan yhtiön edun mukaista.³⁵¹

³⁴⁶ Ruohonen 2019: 245

³⁴⁷ Ruohonen 2019: 247

³⁴⁸ Ruohonen 2019:245

³⁴⁹ Ruohonen 2019:246

³⁵⁰ Hannula, Kari & Mäki 2014: 105, ks. HE 109/2005: 195

³⁵¹ EMCA 2017:223

Yhtiön johdon kannattaa varautua vahingonkorvausta koskeviin kysymyksiin huolellisella työskentelyllä ja dokumentoimalla liiketoimintapäätöksen valmisteluprosessin. Kun johto osoittaa tehneensä liiketoimesta päättämisen eteen työnsä hyvin ja osoitetaan epäonnistumisen aiheutuneen odottamattomista asioista, korvausvastuu ei todennäköisesti tule kyseeseen.³⁵² Kun johdon tehtyjä toimenpiteitä arvioidaan yhtiössä, otetaan silloin huomioon niiden kokonaisvaikutus yhtiön toiminnassa. Ratkaisevana tekijänä on päätöksentekijän tietoisuus päätöstä tehtäessä: mitä tiedettiin tai mitä olisi pitänyt tietää. Päätettävästä asiasta tulisi olla riittävän laaja tietämys ennen päätöksentekoa.³⁵³ Tämän johto takaa juuri riittävillä selvityksillä.

Kun arvioidaan BJR:n mukaan johdon toiminnan asianmukaisuutta ja vastuuta, liiketaloudellisina kriteerein on arvioinnissa käytetty jatkuvuuden kriteeriä, arvovaikutusta ja liiketoimien tuotto-riskisuhdetta³⁵⁴. Jatkuvuuden kriteerin mukaan johdon tulisi kaikissa toimissaan toimia siten, ettei yhtiön toiminnan jatkuvuus vaarannu³⁵⁵. Käytännössä johdon tulisi toimissaan huomioida pitkän tähtäimen kannattavuus ja ylläpitää voitontuottamiskykyä.³⁵⁶ Yhtiön arvoon vaikuttavaa päätöksentekoa ovat operatiiviset, investointi- ja rahoituspäätökset. Onnistunut päätöksenteko näillä osa-alueilla kasvattaa yhtiön vapaata kassavirtaa ja huomioi pääoman tuottavuuden kustannuksiin nähden rahoituksessa. Onnistuneet päätökset heijastuvat osaltaan yhtiön arvoon positiivisesti. Muita yhtiön arvoon vaikuttavia tekijöitä ovat julkinen kuva markkinoilla, toimintaympäristö ja sen kehitys sekä yhtiön menestystekijät muun muassa innovatiivisuudessa ja henkilöstön tyytyväisyydessä.³⁵⁷ Yhtiön julkiseen kuvan muodostumisen yhteyteen voitaisiin liittää johtohenkilön yksilötason liiketoimiin liittyvät velvollisuudet ja mahdollisuudet tutkielman luvuista 3-5. Jos mahdollisuus sisäpiiritiedon käyttämättömyyden todistamiseksi jää hyödyntämättä ja sisäpiiritiedon väärinkäyttöä ilmenee tai ilmoitusvelvollisuutta

³⁵² Hannula, Kari & Mäki 2014: 105

³⁵³ Hannula, Kari & Mäki 2014: 104-105

³⁵⁴ Salo 2015: 101-102

³⁵⁵ HE 109/2005:39

³⁵⁶ Salo 2015:102

³⁵⁷ Salo 2015: 122

rikotaan, seurauksena voi olla rikosoikeudellinen vastuu. Listayhtiön johtohenkilön liiketoimi, mikä etenee esitutkintaan ja rikosoikeudelliseen oikeudenkäyntiin, voi median edesauttamana aiheuttaa vahinkoa yhtiön arvon muodostumisessa. Sijoittajien luottamus listayhtiöön tällöin heikkenee.

Tuotto-riskisuhteen osalta ajatuksena on, että mitä suurempi riski, sitä suurempi tulisi olla liiketoimien tuotto-odotus. Johdolta on hyväksyttävää hyväksyä riskinenkin hanke, jos mahdollinen tuotto on merkittävän suuri. Kaikkiin riskeihin johdon ei kuitenkaan edellytetä varautuvan, koska silloin kaikki odotettavissa oleva voitto menisi riskien välttämiseen eikä liiketoiminnan harjoittaminen käytännössä olisi mahdollista. Harvinaisiin tai hyvin epätavallisiin riskeihin ei johdon tarvitse päätösprosessissa varautua.³⁵⁸

Business judgment rule periaate ei sovellu johdon päätöksentekoprosessin suojaksi, ellei itse liiketoimintapäätös täytä primäärejä sisältöehtoja. Johdon tekemät päätökset tulee ensinäkin olla lainmukaisia eli noudattavat pakottavia säännöksiä. Toiseksi päätösten tulee olla toimialan ja toimivallan puitteissa tehtyjä. Yhtiöjärjestyksen toimialamääräys vaikuttaa rajoittaen yhtiön johdon toimivaltaa. Kolmantena ehtona BJR:n mukaiselle päätökselle on intressiriidattomuus päätöksentekijän kohdalla. Päätöksentekoon kuuluvalla johtohenkilölle ei saa aiheutua merkittävää, henkilökohtaista etua päätökseen liittyen. Viimeisenä primääriehtona on, että johdon tekemän päätöksen tulee edistää yhtiön etua.³⁵⁹ Business judgment rule ei vapauta johtoa vahingonkorvausvelvollisuudesta, jos johto rikkoo lojaliteettivelvollisuutta. Vaikka tehty päätös olisi asianmukaisesti, huolellisesti, eturistiriidattomasti ja rationaalisesti tehty, se ei saa olla ristiriidassa yhtiön edun edistämisen kanssa.³⁶⁰

Kun primääriehdot määrittävät, soveltuuko BJR periaate päätösprosessin suojaksi, sekundäärisillä sisältöehdoilla määritellään liiketoimintapäätöksen hyvyttä. Päätöksen

³⁵⁸ Hannula, Kari & Mäki 2014: 105

³⁵⁹ Salo 2015: 76-79

³⁶⁰ Lautjärvi 2017: 51

tulee ensinäkin olla järkevä liiketaloudellisesti. Toiseksi sen tulee pysyä hyväksyttävän riskin rajoissa.³⁶¹

6.5. Corporate governancen täydentämistehtävä

Johdon fidusiaarisia velvollisuuksia voitiin täydentää yhtiön sisäisillä normeilla, joita on listattu muun muassa corporate governanceen³⁶². Pörssin sääntöjen mukaan listayhtiön on selvitettävä, miten yhtiö noudattaa hyvää hallinnointitapaa (corporate governance), ja sen suosituksia.³⁶³

Johdon tulee huolehtia siitä, että listayhtiössä noudatetaan päätöksissä hyvää hallinnointitapaa. Hyvä hallinnointitapa kattaa säännöt, joilla jaetaan varallisuutta, valtaa ja vastuuta osakkeenomistajien, yhtiön johdon ja velkojien kesken. Toisin sanoen sen voidaan kattavan kaiken yhtiön sisäisten asioiden sääntelyn. Perusnormisto corporate governanceelle tulee yhtiöoikeuden sääntelystä, joita täydentää erityisesti pörssin itsesääntelyohjeet sekä yhtiöjärjestykset ja työjärjestykset. Hyvään hallinnointitapaan kytkeytyvää sääntelyä löytyy erityisesti tilintarkastus- ja kirjanpito-oikeudesta, sopimusoikeudesta, kauppaoikeudesta, arvopaperimarkkinaoikeudesta ja insolvenssioikeudesta³⁶⁴. Vaikka corporate governance -suositusten noudattaminen on vapaaehtoista, käytännössä ne ohjaavat listayhtiöiden liiketoimia vahvasti, ja niistä poikkeaminen edellyttää perusteluja. Poikkeaminen ei ole sallittua, jos suositukset perustuvat lakiin tai pörssin sääntöihin.³⁶⁵

Hyvän hallinnointitavan säännökset palvelevat ensisijaisesti johdon ja osakkeenomistajien intressiristiriidan sekä myös enemmistö- ja vähemmistöosakkeenomistajien välisen ristiriidan ratkaisua. Hyvän hallinnointitavan avulla osakkeenomistajille varmistuu, että

³⁶¹ Salo 2015: 79-80

³⁶² ks. 6.1

³⁶³ Nasqad Helsinki Oy 2019: 20

³⁶⁴ Lautjärvi 2017: 28-29

³⁶⁵ Salo 2015: 91

yhtiön johdon intressinä on toimia tehokkaasti liiketoimintapäätöksissä osakkeenomistajien eduksi eikä omakseen ja pysyä kilpailukykyisenä. Vähemmistöosakkeenomistajat haluavat puolestaan hyvällä hallinnointitavalla varmistaa sen, ettei yhtiön johto tee liittoa enemmistöosakkaiden kanssa aiheuttaen vahinkoa vähemmistölle.³⁶⁶

Velkojiin hyvä hallinnointitapa liiketoimintapäätöksissä vaikuttaa siten, että oman pääoman sijoituksen lisäksi myös vieraalle pääoman sijoitukselle tavoitellaan maksimaalista tuottoa. Yhtiön johdon tulee tehdä maksukykyä tukevia ratkaisuja, jotta vieraan pääoman sijoittaja saa pääomansa ja korkotulonsa.³⁶⁷

Corporate governancen periaatteiden rooli johdon liiketoimissa ulottuu riittävän informaation hankkimiseen ja riippumattomuuden varmistamiseen, jotka ovat keskeisiä osia yhtiön huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuudessa. Hallitukselle tulee antaa riittävät tiedot yhtiön rakenteesta, liiketoiminnasta ja markkinoista, jotta se voisi täyttää tehtävänsä. Toisaalta hallituksen tulee varmistaa, että tuotettu tieto on luotettavaa. Tämä varmistetaan tiedontuottamisprosessin asianmukaisuudella. Yhtiön asioihin paneutumiseen on johdolle varattava riittävästi aikaa, jotta johto voi tunnistaa riskienhallinnan tasonsa ja kykenee reagoimaan riskeihin.³⁶⁸ Johdon tulee tietää, millaisia sisäisiä raportointitapoja ja talousraportoinnin menettelyjä listayhtiöllä on, miten sijoittajasuhteita hoidetaan sekä millaiset tiedottamistavat yhtiöllä on jatkuvalle ja säännölliselle informaatiolle arvopaperimarkkinoilla.³⁶⁹

Johdon tulee hyvän hallinnointitavan mukaan liiketoimen päätösprosessissa pyrkiä toimimaan objektiivisesti ja riippumattomasti. Hallituksen jäsen ei CG -suosituksen mukaan ole riippumaton, jos se saa yhtiöltä suurehkon korvauksen hallitustehtäviin kuulumattomasta suorituksesta tai, jos hän kuuluu hallitukseen toisessa yhtiössä, joka on relevantti asiakas, toimittaja tai yhteistyökumppani listayhtiön kanssa. Hallituksen jäsenen tulee

³⁶⁶ Lautjärvi 2017: 29

³⁶⁷ Lautjärvi 2017: 29

³⁶⁸ Salo 2015: 91-92, ks. myös Hallinnointikoodi 2020:22

³⁶⁹ Nasqad Helsinki Oy 2019: 18

olla riippumattomuus myös merkittävään yhtiön osakkeenomistajaan, joka omistaa vähintään 10 % yhtiön osakkeista. Hallituksen jäsenellä ei voi olla tällaiseen osakkeenomistajaan merkittävää suoraa tai epäsuoraa määräysvaltaa. CG-suositusten mukaan pörssi-yhtiön hallituksessa enemmistön tulee lisäksi olla riippumattomia. Tällä turvataan yhtiön etua ja vältetään eturistiriitoja. Vähintään kahden enemmistöön kuuluvan tulisi lisäksi olla riippumattomia merkittävästä osakkeenomistajasta.³⁷⁰

Hallituksen puheenjohtajalle on lisäksi CG -suosituksissa annettu erityisasema. Häneltä vaaditaan suurempaa työpanosta ulottuen kokousten ulkopuolelle. Puheenjohtajalla on korostunut vastuu liiketoimissa valvonnasta, asioiden valmistelusta ja päätöksentekomenettelystä. Puheenjohtajan tulee varmistaa, että liiketoiminta on tehokasta ja hallituksen jäsenten osaaminen hyödynnetään yhtiön eduksi.³⁷¹

Kun listayhtiö noudattaa modernia hallinnointitapaa, se ottaa päätöksentekoprosessissa ja liiketoimissa huomioon yhteiskuntavastuun. Varsinkin listayhtiöille on kehittynyt viime vuosikymmenien aikana yhteiskuntavastuullisuutta. Tarkastelussa tällöin on yhtiön rooli yhteiskunnassa, ja tämän vaikutusmahdollisuudet liiketoimintapäätöksiin yhtiön toimintaympäristössä. Yhteiskuntavastuu voidaan jakaa yleensä taloudelliseen, sosiaaliseen ja ympäristölliseen vastuuseen. Huomio kiinnittyy erityisesti yhtiön vastuuseen kehittää yhteiskunnan hyvinvointia ja ympäristöä.³⁷² Tämänhetkisessä koronaviruspandemiassa moni yritys on osoittanut yhteiskuntavastuullisuutta hyvinvoinnin turvaamiseksi vaihtamalla tuotantoon valmistettavaksi ja myytäviksi tuotteiksi esimerkiksi suojausmaskeja ja desifiointiaineita³⁷³.

Yhteiskuntavastuullisuuden toteuttamisesta vastaavat johtohenkilöt, joilla on vaikutusmahdollisuus yhtiön toiminnassa. Olennaisessa roolissa tällöin ovat muun muassa hallitus ja toimitusjohtaja, mutta mukaan luetaan myös osakkeenomistajat.

³⁷⁰ Salo 2015: 92-93, ks. Hallinnointikoodi 2020:24

³⁷¹ Salo 2015: 92, ks. myös Hallinnointikoodi 2020:22

³⁷² Lautjärvi 2017: 34

³⁷³ Kyrö Distillery Company alkoi tuottaa käsidesiä kriittisen alojen toimijoille ja kuluttajille.

Yhteiskuntavastuulla on yhteys lojaliteettivelvollisuuteen yhtiön edun edistämisessä.³⁷⁴ Yhteiskuntavastuullisuus tuo listayhtiölle sekä yhteiskunnallista että taloudellista lisäarvoa. Listayhtiön toimet tuotteiden, palveluiden ja markkinoiden uudistamiseksi yhteiskunnallisten tarpeiden näkökohdasta luo jaettavaa yhteistä arvoa. Tukemalla paikallisten yritysten, instituutioiden ja infrastruktuurin kehitystä listayhtiö luo yhteiskunnallista lisäarvoa. Taloudellinen lisäarvo näkyy siitä, että yhteiskuntavastuullinen listayhtiö osaa arvoketjussa huomioida yhteiskunnallisten ongelmien vaikutuksen taloudellisiin kustannuksiin yrityksen arvoketjussa, jolloin tuottavuus saa uuden määritelmän. Corporate governanceen mukaan johdon päättämällä yhteiskuntavastuullisilla toimilla voidaan määritellä listayhtiön toiminnan tarkoituksiksi voiton tuottamisen lisäksi myös jaetun arvon luominen.³⁷⁵

Yhteiskuntavastuullinen toiminta voi hyvässä tapauksessa tuoda kilpailuetua yhtiölle markkinoillaan, koska havaittavissa on ollut yhtiön arvoihin perustuvan kuluttamisen lisääntymistä viime vuosina. Kilpailuedun saamisella on taas mielestäni selkeästi positiivinen vaikutus voiton tuottamiseen.

6.6. Sisäisen valvonnan järjestäminen

Kuten päämies-agenttisuhteen yhteydessä todettiin, päämies voi valvonnalla varmistua siitä, että agentti eli johto toimii sovitusti suhteessa yhtiön edun edistämisen tarkoituksessa.³⁷⁶ Sisäisellä valvonnalla varmistetaan, että yhtiön tavoitteet strategiasta, toiminnasta, käytännöistä ja erityisesti taloudellisesta raportoinnista toteutuvat. Myös lakien ja määräysten noudattaminen varmistetaan sisäisen valvonnan toimintaperiaatteiden avulla. Sisäisen valvonnan menetelmät ja toimintaperiaatteet tulee määritellä

³⁷⁴ Lautjärvi 2017: 34

³⁷⁵ Lautjärvi 2017: 32

³⁷⁶ ks. 6.1

yhtiökohtaisesti omista lähtökohdista huomioiden yhtiön koon, toimialan, maantieteellisen ulottuvuuden ja rakenteen.³⁷⁷

Tehokkaalla sisäisellä valvonnalla on positiivisia vaikutuksia yhtiön kannattavuuteen. Tämän totesivat Myllymäki ja Jokipii tutkimuksessa, jossa tutkittiin suomalaisten yritysten sisäisen valvonnan tehokkuuden ja toiminnan suorittamisen suhdetta. Tutkimus suoritettiin kyselynä eri toimialojen toimitusjohtajille, jossa selvitettiin, miten yrityksessä noudatetaan COSO:n luomaa kolmiosaista viitekehystä sisäisessä valvonnassa. Mittareina käytettiin toiminnan tehokkuutta ja vaikuttavuutta, taloudellisten ja hallintotietojen luotettavuutta, täydellisyyttä ja ajantasaisuutta sekä lakien ja asetusten noudattamista. Mittareiden vaikutusta tutkittiin ROA tunnuslukuun, joka kertoo yrityksen kannattavuudesta: kuinka tehokkaasti sijoitetut varat tuottavat tuloja. Tuloksena saatiin, että kolmiosaisen viitekehysten noudattamisella oli positiivinen vaikutus yhtiön kannattavuudessa. Kolmesta osasta toiminnan tehokkuudella ja vaikuttavuudella oli positiivisin vaikutus ROA:n arvoon.³⁷⁸

Johdon tulee varmistaa, että yhtiön sisäiset informaatiojärjestelmät ovat luotettavia, jotta yhtiön transaktioiden päätöksenteon perustaksi saataisiin luotettavaa tietoa. Hallituksen esitöiden mukaan johdon valvontavastuuseen kuuluu velvollisuus seurata ja arvioida taloudellista asemaa yhtiössä ja konsernissa sekä huolehtia arviointia koskevan raportoinnin järjestämisestä.³⁷⁹ Listayhtiön hallinto, tuloseuranta, riskienhallinta, pörssitiedottaminen ja vastuusuhteet niihin liittyen on järjestettävä asianmukaisesti yhtiön toiminnan laatu ja laajuus huomioiden. Asianmukaisuuden edellytys on, että tuotettu informaatio antaa luotettavan ja riittävän ajantasaisen kuvan listayhtiön toiminnan kehityksestä ja taloudellisesta tilasta.³⁸⁰ Informaatiojärjestelmien sisäisen valvonnan voidaan sanoa varmistavan johdon fidusiaarisia velvollisuuksia huolelliseen ja yhtiön edun

³⁷⁷ Hallinnointikoodi 2020: 41

³⁷⁸ Myllymäki & Jokipii 2011

³⁷⁹ HE 109/2005: 80

³⁸⁰ Nasqad Helsinki Oy 2019: 19

mukaiseen päätöksentekoon sekä sillä voidaan kartoittaa puutteita näiden velvollisuuksien noudattamiseen liittyen.

Listayhtiössä johdon vastuulle kuuluvat tutkielman luvussa neljä läpikäydyt velvollisuudet tiedonantovelvollisuuteen liittyen. Valvomalla sisäisesti yhtiön informaatiojärjestelmiä ja niistä ilmenevää tietoa yhtiön tilasta pystytään täyttämään arvopaperimarkkinoikeudellinen tiedonannon velvoite.³⁸¹ Säännöllisen tiedonantovelvollisuuden ohjaamana johdon tulee hallinnoida erilaisia toistuvia tapahtumia, kuten tilinpäätöksen laatimista, tilinpäätöstiedotteen sekä vuosikertomuksen julkistamista. Vuotuisiin prosesseihin kuuluu myös budjetointi ja sen päivittäminen sekä yhtiön pitkän aikavälin ennusteen päivittäminen. Pörssiyhtiön johto voi vuosikellolla toteuttaa velvoitteidensa ja aikataulujen suunnittelun, johon kootaan tärkeimmät tapahtumat ja ajankohdat tarkoituksena tukea taloudellista suunnittelua, seurantaa ja raportointia liittyen sisäiseen ja ulkoiseen viestintään. Muita vuosikelloon sisällytettäviä tapahtumia ovat lisäksi puolivuositarkastukset, mahdolliset osavuositarkastukset kvartaaleittain sekä edellä mainittujen julkistamista edeltävä prosessi, johon kuuluu varmentava työ tilintarkastajan osalta sekä hallituksen käsittely.³⁸²

Nämä johdon hallinnoimat informaatiojärjestelmät, joista säännöllisen tiedonantovelvollisuuteen liittyvät julkaisut markkinoille yhtiön taloudellisesta tilasta pohjautuvat, toimivat myös pohjana jatkuvassa tiedonantovelvollisuudessa. Kuten aiemmin luvussa johdon transaktioihin liittyvistä elementeistä kerrottiin, yhtiön omassa harkinnassa on, millainen tieto kuuluu jatkuvan ilmoitusvelvollisuuden piiriin, ja millainen tieto on omiaan vaikuttamaanärkevän sijoittajan sijoituspäätökseen. Johdolla on vastuu taloudellisen tilanteen seuraamisesta ja suhteellisen hyvän näkemys, millaiset tiedot ovat yhtiön kannalta poikkeuksellisia tai ennalta-arvaamattomia.³⁸³ Informaatiojärjestelmistä huomataan

³⁸¹ ks. 4.2

³⁸² Pörssisäätiö 2016: 17

³⁸³ ks. 4.2

esimerkiksi, jos listayhtiön tulee antaa tulosvaroitusta aikaisemmin julkaiseman tulostenusteen muuttuessa merkittävästi.

Valvontavastuun osalta hallituksen vastuulla on yhtiössä kirjanpidon ja varainhoidon valvonnan asianmukainen järjestäminen. Suuressa yhtiössä valvontavelvollisuuden toteuttaminen saattaa edellyttää myös sisäistä tarkastusta.³⁸⁴ Sisäisellä tarkastuksella arvioidaan muun muassa, kuinka tarkoituksenmukaisia ja tuloksellisia ovat yhtiön sisäinen valvontajärjestelmä ja riskienhallinta sekä johtamis- ja hallintoprosessit. Sisäinen tarkastus tehostaa hallituksen valvontavelvollisuuden hoitamista ja voi tukea organisaation kehitystä. Sisäisen valvonnan ja tarkastuksen keskeiset periaatteet, muun muassa raportointiperiaatteet tulee selostaa vuosittain annettavaan selvitykseen yhtiön hallinto- ja ohjausjärjestelmästä.³⁸⁵

Raportointi- ja informaatiojärjestelmien ollessa kunnossa johto voi luottaa niiden tuottamaan informaatioon ja valvontaan, mikäli niistä ei ilmene varoitussignaaleja. Yhtiön johdon ja työntekijöiden voidaan sanoa myös toimineen yhtiön edun mukaisesti, jos varoitussignaaleja ei ilmene järjestelmistä. Jos johto ei reagoi järjestelmistä tietoon tuleviin varoitussignaaleihin, valvontaa laiminlyödään.³⁸⁶

Osakeyhtiölaista saadaan siis johdon liiketoimiin täydentäviä velvollisuuksia aiemmissa luvuissa käsitellyiden henkilökohtaisten AML-velvollisuuksien lisäksi. Tutkimuskysymykseen johdon toimintaan vaikuttavat seikoista osana yhtiön päätöksentekoa ratkaisuksi saadaan, että velvollisuudet liittyvät johdon fidusiariseen luottamukselliseen asemaan toimiessaan itsenäisesti päätöksentekotehtävässä listayhtiössä. Yhtiöoikeudesta saadaan periaatteet johdon tehtävään suorittamaan päätöksentekoa: huolellisuus, lojaliteettivelvollisuus ja yhdenvertaisuus. Corporate governancella on täydentävä tehtävä näiden laissa väljästi ilmaistuihin periaatteisiin. Koska päämies-agenttisuhteessa

³⁸⁴ HE 109/2005: 80

³⁸⁵ Hallinnointikoodi 2020:41-42

³⁸⁶ Salo 2015: 247-248

päämiehen intressinä on valvoa agentin toimia, johdon velvollisuudeksi on asetettu sisäisen valvonnan järjestäminen, jolla voidaan valvoa näiden yhtiöoikeudellisten periaatteiden noudattamista päätöksenteossa ja kartoittaa niiden puutteita. Johdon vahingonkorvausvastuuta näiden fidusiaristen periaatteiden rikkomisen osalta voidaan arvioida tarvittaessa business judgment rulen periaatteella.

7 Yhteenveto ja johtopäätökset

Tutkimuskysymykset tässä tutkimuksessa olivat: mitkä ovat johtotehtävissä toimivien henkilöiden liiketoimiin vaikuttavat seikat arvopaperimarkkinoilla sekä johdon toimintaan vaikuttavat seikat osana yhtiön päätöksentekoa. Koska EU päätti kiristää sisäpiirisääntelyä markkinoiden väärinkäyttöasetuksella 2016, voidaan sisäpiirisääntelyn katsoa olevan merkityksellinen osa toimivia arvopaperimarkkinoita. Sen todettiin kasvattavan luottamusta markkinoihin, joten kiristämällä sisäpiirisääntelyä entisestään markkinaosapuolien suhtautuminen kaupankäynnin rehellisyyteen kasvaa informaatioasymmetrian pienentyessä johdon ja sijoittajien välillä. Informaation epäsymmetria on ominaispiirre arvopaperimarkkinoilla, jonka poistaminen sääntelyllä on haastavaa, mutta sitä voidaan kuitenkin pyrkiä lieventämään. Informaation epäsymmetristen tilanteiden kestoja johdon ja sijoittajien välillä voidaan lyhentää sisäpiirisääntelyllä liittyen tiedon laatuun, määrään ja ajoitukseen.

Johtohenkilön liiketoimiin vaikuttavista seikoista ensimmäisenä vaikuttaa hänen sisäpiiriasemansa sisäistäminen. Sisäpiiriläisellä on merkittävä oma vastuu sisäpiiritiedon tunnistamisessa ja käytön arvioinnissa. Vastuun merkityksestä kertoo myös se, että sisäpiiriläinen on henkilökohtaisesti rikosvastuussa sisäpiiritietoon liittyvistä arvopaperimarkkinarikoksista. Sisäpiiriaseman ymmärtämistä sisäpiiriläiselle pystyttiin yhtiön puolesta kouluttamaan sisäpiiriluetteloon merkkauksen yhteydessä, jolloin sisäpiiriläiselle kerrotaan asemaan liittyvät velvollisuudet ja kuittauksella varmennetaan niiden sisäistämisen.

Sisäpiiriaseman saa yhteisössä henkilö, joka työskentelee hallinto-, johto- tai valvontaelimessä tai ylemmän tason johtaja, jolla on säännöllinen pääsy kyseistä yhteisöä suoraan tai välillisesti koskevaan sisäpiiritietoon. Tällaiset henkilöt luokiteltiin statuksensa perusteella ensisijaiseen sisäpiiriin, jolloin heitä koskee perusolettama sisäpiiritiedon käytöstä oman yhtiön osakkeiden liiketoimissa. Koska heitä koskee tuo perusolettama, ensisijaisen sisäpiirin tulee todistaa liiketoimissaan toisin, ettei sisäpiiritietoa ole käytetty. Tämä

on haasteellinen dilemma, sillä johdolla on melkein aina hallussaan sisäpiirintietoa pörssi-yhtiöstä päivittäisen johtamistyön ja luottamustoimen takia. Johtohenkilön liiketoimille on kuitenkin annettu mahdollisuuksia, koska listayhtiön johdolla on usein intressinä omistaa yhtiönsä omia osakkeita osoittaakseen sitoumuksensa yhtiöön ja toimintansa tuloksellisuuden.

Sisäpiiritiedon käyttämättömyyden johtohenkilö voi parhaiten todistaa käyttämällä liiketoimissaan hankinta- ja myyntiohjelmia. Näillä ohjelmilla erotetaan liiketoimesta päättämisen ja toimeenpanon hetki sisäpiiritiedon käytön osalta. Kun osoitetaan, että sisäpiirintietoa ei ole ollut hallussa listayhtiöön liittyvästä liiketoimesta päättämisen hetkellä, liiketoimi voidaan myöhemmin toteuttaa vaikka haltuun olisikin päätynyt sisäpiirintietoa. Sisäpiiritiedon käytön epäilyt voidaan poistaa myös käyttämällä liiketoimissaan johdon laatimia optio- tai osakepohjaisia palkitsemisjärjestelmiä, jotka on laadittu työntekijöiden sitouttamis- ja kannustamistarkoitukseen, tai omaisuudenhoitajan välityksellä. Näissä on sama periaate: liiketoimesta päättämisen hetki erotetaan toimeenpanon hetkestä sisäpiiritiedon käytön osalta.

Kiristetyn sisäpiirisääntelyn vuoksi vaatiikin johtohenkilöltä paljon ammattitaitoa toimia asemassaan pörssi-yhtiössä. Ensisijaiseen sisäpiiriin kuuluvalla johtohenkilöllä on velvollisuuksia sisäpiiriasemaansa liittyen. Johtohenkilön tulee huolellisuusvelvoitteen nojalla toimia huolellisesti yhtiössä ja lojaliteettivelvollisuuden velvoittamana toimia yhtiön edun mukaisesti. Vaikka johtohenkilö olisi toiminut riittävän huolellisesti ja asianmukaisesti päätösprosessissa yhtiön liiketoimesta, joka lopputuloksena on tappiollinen, hän saa suojan vahingonkorvauksilta business judgment rulen nojalla. Törkeän huolimattomuuden todettiin KKO: 2013:53 oikeustapauksessa aiheuttavan myös rikosoikeudellisen vastuun johtohenkilölle arvopaperimarkkinarikoksiin, joten huolellinen toiminta on johtohenkilöllä ensisijaisen tärkeitä BJR suojan saamiseksi ja rikosoikeudellisen vastuun välttämiseksi.

Johtohenkilön yksilön huolellisuusvelvollisuuteen kuuluu olennaisena osana johtohenkilön ilmoitusvelvollisuus henkilökohtaisista liiketoimista. Johtohenkilön tulee vaikuttamansa yhtiön liiketoimista ilmoittaa vuosittaisen raja-arvon täyttyessä pörssiyhtiöön, joka tiedottaa pörssitiedotteella markkinoille sisäpiiriläisen liiketoimista, mutta myös toimivaltaiselle viranomaiselle Finanssivalvonnalle. Koska pörssiyhtiön ei tarvitse enää ylläpitää julkista sisäpiirirekisteriä, johtohenkilöiden oma-aloitteinen ilmoitusvelvollisuus on korostunut entisestään. Johdon pitää olla enemmän valveutuneita liiketoimistaan ja velvollisuus selvittää ilmoitusvelvollisuuden piiriin sisältyvät seikat, kuten millaista liiketoimien ilmoitusvelvollisuus koskee, mikä on liiketoimien vuotuinen euromääräinen raja-arvo, joka johtaa ilmoitusvelvollisuuteen, ja minä ajankohtana liiketoimien teko on kiellettyä. Ensisijaisen sisäpiiriläisen tulee lisäksi huomioida lähipiiriinsä kuuluvien henkilöiden liiketoimet vaikuttamassaan yhtiössä, koska ilmoitusvelvollisuus koskee myös heitä. Taas korostetaan sitä, että johtohenkilön tulee itse selvittää, kenet lasketaan omaan lähipiiriin kuuluviksi. Tämä voi välillä olla haasteellistakin, koska toissijainen sisäpiiri voi muodostua nopeasti kohtuullisen laajaksi ystävistä, lähiomaisista tai liikekumppaneista.

Tutkielmassa selvitettiin, että ilmoitusvelvollisuuden piiriin kuuluvat liiketoimet liikkeenlaskijan osakkeilla, vieraan pääoman ehtoisilla välineillä, johdannaisilla tai muilla rahoitusvälineillä omaan tai toisen lukuun. Ilmoitusvelvollisuus tulee noudatettavaksi kaikista liiketoimista sen jälkeen, kun 5000 euron raja ylittyy kalenterivuonna. Raja-arvoon lasketaan mukaan itse johtohenkilön osakkeet ja johdannaisopimukset, mutta myös lähipiirin omistukset. Johtotehtävissä toimivalta henkilöltä on kielletty liiketoimet liikkeenlaskijan rahoitusvälineillä omaan tai toisen lukuun suljetun ikkunan aikana, joka on 30 päivää ennen osavuositarkastuksen tai vuositilinpäätöksen julkistamista. Aiemmin mainittuja johdon menetelmiä, joilla pystyttiin todentamaan sisäpiiritiedon käyttämättömyys, ei saa pääsääntöisesti suljetun ikkunan aikana käyttää.

Johtotehtävissä toimivalle henkilölle suositeltiin kaupankäynnin ajoittamista oman yhtiön rahoitusvälineillä ajankohtaan, jolloin markkinoilla vallitsee mahdollisimman täydellinen tieto yhtiöstä. Tämä tilanne oli yleensä osavuositarkastuksen tai tilinpäätöksen

aikoihin. Toinen suositus tutkielmassa löydettiin liiketoimissa siihen, ettei johtotehtävissä toimiva henkilö kävisi jatkuvasti vaihdantaa yhtiönsä rahoitusvälineillä vaan ostaisi ne pitkäaikaisiksi sijoituksiksi. Näillä suosituksilla johtohenkilö voi omissa liiketoimissaan vähentää sisäpiiritiedon käytön epäilyksiä.

Toinen tutkimuskysymys, johon tässä tutkielmassa haettiin vastausta, oli johdon toimintaan vaikuttavat seikat osana yhtiön päätöksentekoa. Näkökulmaa laajennettiin siis tällä tutkimuskysymyksellä yksilönä toimimisesta osaksi yhteisöä toimimiseen. Johto on agenttiasemassa suhteessa päämieheen eli osakkeenomistajiin. Agentti-päämies suhteessa omistus ja päätöksenteko eriytyvät toisistaan ja listautuneiden yhtiöiden kohdalla tällainen korostuu erityisesti johdon itsenäisessä asemassa päätöksenteossa. Johto suorittaa liiketoimia päämiehen lukuun, jolloin arvopaperimarkkinalain mukaan sen tulee päätöksentekijänä noudattaa huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuutta päätöksentekoprosessissa. Johdon huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuudet ovat väljästi esitetty laissa, jolloin niiden arviointi on aina tapauskohtaista. Velvollisuuksien rikkeitä arvioidaan viimekädessä oikeudessa, jolloin niiden määritelmien sisällöt tarkentuvat hermeneuttisen kehän aikaansaannoksena.

Huolellisuusvelvollisuus ja lojaliteettivelvollisuus laajenevat, kun työskennellään osana listayhtiön johtoa päätöksentekokelelmässä. Johto on vastuussa yhtiön päätöksenteosta hajanaisemmalle ja suuremmalle osakkeenomistajien ryhmälle pörssissä noteeratussa yhtiössä. Johdon tulee suorittaa ne toimet, jotka sille lain, yhtiöjärjestyksen ja muiden sisäisten sääntöjen mukaan kuuluvat. Sääntelyä on enemmän EU:n osalta, arvopaperimarkkinalain ja itsesääntelyohjeiden osalta verrattuna listaamattoman yhtiön sääntelyyn. Johdon aktiiviseen huolellisuusvelvollisuuteen listayhtiössä lukeutui myös olla selvillä yhtiön asioista, mikä aiheutti ajankäytön lisääntymistä listayhtiöiden asioiden hoidossa suuremman sääntelypohjan takia. Huomioitavaa oli, että jos päätöksiä tekevän johtoryhmän osallisena oli erityisosaamista hallussa pitävä sisäpiiriläinen, hänen osaltaan huolellisuusvelvollisuuden arviointi kiristyi.

Osana yhtiön päätöksentekoa lojaliteettivelvollisuus laajeni ensinäkin siten, että toisinaan tilanteissa päätös ei ollut riittävä, vaikka se oli yhtiön edun mukainen vaan päätöksen tuli kasvattaa osakkeenomistajien omistuksen arvoa suoraan. Jotta johto tekisi päätöksiä yhtiön etu edellä, kilpailevaa liiketoimintaa ei saanut harrastaa, ettei johdon omat intressit vaikuttaisin päätöksiin. Tätä sivuaa corporate opportunity tilanteet, joissa liiketoimintamahdollisuuden esiin tullessa johdolle sitä tuli tarjota yhtiölle ennen kuin sitä pystyi itse hyödyntämään. Lojaliteettivelvollisuuteen katsottiin lisäksi salassapitovelvollisuus liikesalaisuuksista, mutta väljyyttä tähän piti löytyä osakkeenomistajien tiedonsaantioikeuteen vedoten. Jos johdon salassapito oli todella tiukkaa, se lisäsi informaation epäsymmetriaa johdon ja osakkeenomistajien välillä, mikä voisi aiheuttaa johdon oman edun tavoittelua eikä yhtiön.

Sisäpiiriaseman tiedostaminen ja aktiivinen lojaliteettivelvollisuuden edistäminen näytettiin päätöksenteossa siinä, että hallituksen jäsenen tuli jäävätä itsensä ulos, jos päätöksenteko koski yhtiön ja kolmannen välistä sopimusta, josta hallituksen jäsenelle olisi odotettavissa olennaista etua, ja olisi siksi ristiriidassa yhtiön ja osakkeenomistajien edun kanssa.

Johdon tuli päätöksenteossa hankkia kaikki kohtuudella saatavissa oleva tarpeellinen tieto, ottaa yhtiön taloudellinen asema huomioon sekä valita yhtiön kannalta vilpittömästi paras ratkaisu päätöksentekotilanteissa. Itse päätöksen tuli lisäksi täyttää primäärit ja sekundääriehdot. Nämä seikat aikaansait sen, että johto saa suojaa vahingonkorvausvaateita vastaan päätöksen osoittautuessa tappiolliseksi. Tällainen liiketoimintapäätösperiaate on tarpeellinen johdon vastuullista tehtävää ajatellen, koska pelko vahingonkorvausvelvollisuudesta rajoittaisi muuten johdon uskallusta tehdä riskisiäkin yhtiön menestyksellisyyttä tavoittelevia päätöksiä. Ratkaisevana tekijänä huolellisen tiedonkeruun osalta oli johdon tietoisuus päätöksentekotilanteessa: mitä tiedettiin tai mitä olisi pitänyt tietää. Tiedonkeruun tehtävän on johto voinut delegoida yksittäiselle tai muutamalle johtohenkilölle, joiden tietojen pohjalta yhtiö on tehnyt päätöksen liiketoimesta.

Liiketoimintapäätöksen suoja saavat tällöin johdossa sekä tiedonkerääjät että koko päätöksentekuelin.

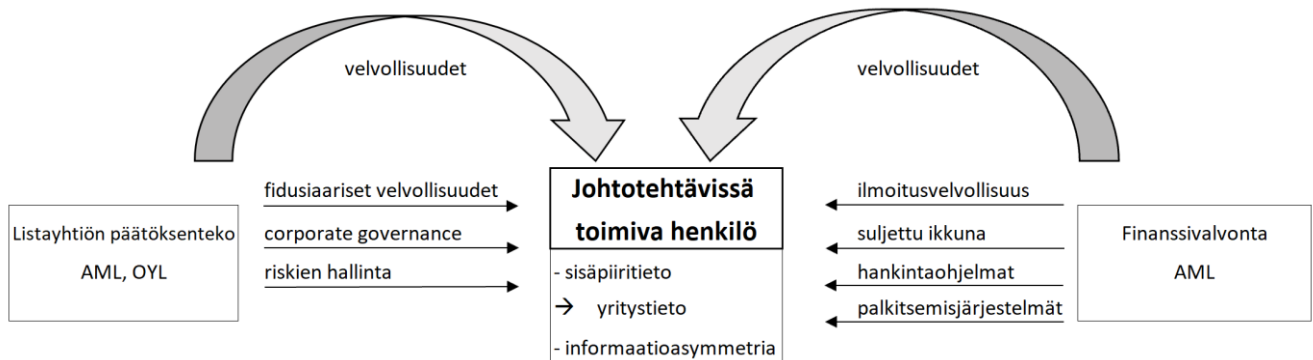
Osana yhtiön päätöksentekuelintä johdon tuli huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuuden lisäksi huomioida osakeyhtiölaista nousevat muut periaatteet, jotka osaltaan liittyivät näihin fidusiaarisiin velvollisuuksiin. Osakeyhtiön toiminnan yleisinä taustaperiaatteina toimivat toiminnan tarkoituksenmukaisuuden periaate ja jatkuvuuden periaate. Pörssiyhtiössä toiminnan tarkoituksenmukaisuudeksi varsinkin katsottiin voiton tuottamisen maksimointi sijoittajille. Voitontuottamisen maksimointi todennäköisesti näkyy positiivisesti pörssiyhtiön osakekurssissa, mikä voidaan katsoa yhtiön edun mukaiseksi toiminnaksi. Hyvin menestyvä yhtiö kiinnostaa sijoitusmielessä markkinoilla. Jatkuvuuden periaate yhdistyi taas huolellisuusvelvoitteeseen. Tämä huomio tehtiin business judgment rule periaatteen yhteydessä, johon oli liiketaloudellisena kriteerinä asianmukaiseen ja huolelliseen päätösprosessiin sisällytetty jatkuvuuden kriteeri. Osakeyhtiölaista johdon päätöksentekoon vaikuttavaksi periaatteeksi nousi vielä yhdenvertaisuuden periaate, jota tuli noudattaa kaikessa päätöksenteossa. Yhdenvertaisuuden periaate voitiin liittää osaksi lojaliteettivelvollisuutta, jolloin kaikkien osakkeenomistajien etu tuli huomioida päätöksenteossa.

Johdon tulisi yhtiön liiketoimintapäätöksissä välttää turhia riskejä, vaikka liiketoimintaan liittyy aina epävarmuutta. Erityisen tehokasta riskien hallintaa oli sen sisällyttäminen osaksi liiketoiminnan suunnittelu- ja päätöksentekoprosesseja. Tehokkaaksi malliksi tutkimuksessa osoittautui COSO:n viitekehys, joka oli laajasti otettu käyttöön markkinoilla. Riskienhallintaprosessissa riski tunnistetaan, arvioidaan ja hallitaan erilaisilla toimilla. Riskit voidaan tunnistaa strategisiksi, operatiivisiksi ja rahoitukselliseksi riskeiksi. Johdon tulisi päätöksenteossa arvioida riskin ja liiketoimen tuotto-odotuksen suhdetta: riskin ollessa suurempi, edellytys päätöksen hyväksymiselle on, että mahdollinen tuotto olisi riittävä suuri.

Listayhtiön johdon tulisi noudattaa liiketoimintapäätöksissä hyvää hallinnointitapaa, jos tarkoituksena on jakaa varallisuutta, valtaa ja vastuuta osakkeenomistajien, yhtiön johdon ja velkojen kesken. Hyvään hallinnointitapaan kuului riittävän informaation hankkiminen ja riippumattomuuden varmistaminen päätöksenteossa. Huolellisuusvelvollisuus ja lojaliteettivelvollisuus korostuvat siis tässäkin itsesääntelyohjeessa täydentäen niitä hallituksen oman aktiivisuuden korostamisella riittävän informaation hankinnassa ja hallituksen riippumattomuuden varmistamisessa. Noudattamalla hyvän hallinnointitavan säännöksiä ratkaistaan intressiristiriitoja johdon ja osakkeenomistajien välillä, kun ohjeistuksella varmistetaan toimimista yhtiön eduksi. Moderniin hyvään hallinnointitapaan listayhtiöillä kuului lisäksi yhteiskuntavastuullinen toiminta päätöksenteossa. Tällöin yhtenä liiketoimintapäätöksen osatekijänä oli huomioida yhteiskunnan hyvinvoinnin ja ympäristön kehittäminen toimintaympäristössään. Modernilla hallinnointitavalla oli mahdollista luoda sekä taloudellista että yhteiskunnallista lisäarvoa yhtiöön, mikä taas voi lisätä listayhtiön kilpailuetua markkinoilla.

Johdon liiketoimintapäätöksiin vaikuttaa osaltaan myös sisäinen valvonta. Sillä varmistettiin, että yhtiön sisäiset informaatiojärjestelmät ovat luotettavia, jotta yhtiön transaktioiden päätöksenteon perustaksi saataisiin luotettavaa tietoa. Valvomalla sisäisesti yhtiön informaatiojärjestelmiä ja niistä ilmenevää tietoa yhtiön tilasta pystyttiin myös täyttämään arvopaperimarkkinaoikeudellinen tiedonannon velvoite. Sisäisellä valvonnalla ohjattiin liiketoimintapäätöksiä suuntautumaan kohti yhtiön strategian, toiminnan, käytäntöjen ja erityisesti taloudellisten raportointien toteuttamista. Samalla valvottiin myös, että päätökset ovat lakien ja määräysten mukaisia. Sisäinen valvonta siis osaltaan auttaa yhtiön johtoa arvioimaan, miten hyvin se toteuttaa fidusiarisia velvollisuuksiaan osana yhtiön johtoa ja valvonnalla voidaan kartoittaa puutteita noudattamisen suhteen.

Yhteenvetona tutkimuksesta on seuraava kaavio, jossa havainnollistetaan sitä, miten eri näkökulmista johtohenkilön toiminta on säänneltyä, ja millaisia eri velvoitteita johtohenkilölle on asetettu.



Kuvio 4 Yhteenveto johtohenkilön toiminnan sääntelystä

Johdon toiminta on kokonaisuudessaan siis tarkkaan säänneltyä ja valvottua sekä laaja-alaista toimintaa. Monet velvollisuuksista tulevat suoraan EU-lainsäädännön nojalla, eikä niistä voi kansallisella lainsäädännöllä sopia toisin. Tällaisia velvollisuuksia ovat ainakin johdon ilmoitusvelvollisuus ja suljettu ikkuna. Johdon rooli päätöksenteossa asettaa velvollisuuksia, jotka myös ovat laissa säädettyjä. Tällaisia päätöksentekoon vaikuttavia velvollisuuksia ovat esimerkiksi johdon fidusiariset velvollisuudet ja corporate governance. Nämä velvollisuudet ovat kuitenkin enemmän tulkinnanvaraisia ja johdon yhteisen päätöksenteon tulosta. Tällöin vastuu voidaan nähdä pääsääntöisesti johdon kollektiivisena vastuuna, kun taas esimerkiksi ilmoitusvelvollisuus ja suljettu ikkuna ovat luonnollisen henkilön henkilökohtaisen vastuun piirissä.

Tämä tutkimus antaa johdolle suuntaa antavaa tietoa niistä velvoitteista ja mahdollisuuksista, joita heillä asemansa perusteella on. Tutkimus on tukeutunut hyvin pitkälti arvopaperimarkkinaoikeuteen ja kansallisiin ohjeisiin sekä itsesääntelyohjeisiin. Jatko-tutkimusaiheena voisi tutkia johdon toimia sopimusoikeuden tai informaatio-oikeuden näkökulmasta.

Lähteet

Aarnio, A. (1989). *Laintulkinnan teoria*. Juva: WSOY.

Annola, V. (2005). *Informaatio, sisäpiiri, markkinat*. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja. Yksityisoikeuden sarja. A 114.

Avoimuusdirektiivi 2004/109. (2004). Euroopan Parlamentti ja neuvosto. Noudettu 2020-02-08 osoitteesta <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0109&from=FI>

Avoimuusdirektiivin muutos 2013/50. (2013). Arvopaperien liikkeeseenlaskijat - avoimempia tietoja. Noudettu 2020-02-08 osoitteesta <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/HTML/?uri=LEGISSUM:l22022&from=FI>

Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission. (2017). Enterprise Risk Management Integrating with Strategy and Performance. Noudettu 2020-04-07 osoitteesta <https://www.coso.org/Documents/2017-COSO-ERM-Integrating-with-Strategy-and-Performance-Executive-Summary.pdf>

Dymke, B.M. & Walter, A. (2008). Insider trading in Germany - Do corporate Insiders Exploit Inside Information? Business Research; Göttingen, Vol. 1, Issue 2, p. 188-205. Noudettu 2020-04-09 osoitteesta [rajattu pääsy] <https://search-proquest-com.proxy.uwasa.fi/abicomplete/docview/199209602/fulltextPDF/CACA752287524665PQ/16?accountid=14797>

EMCA. (2017). European model company act 2017. Noudettu 2020-03-31 osoitteesta <http://law.au.dk/en/research/projects/european-model-companyact-emca/>

ESMA. (2019). Market abuse and accepted market practices. Noudettu 2020-01-08 osoitteesta <https://www.esma.europa.eu/regulation/trading/market-abuse>

Euroopan Unioni. (2019a). Asetukset, direktiivit ja muut säädökset. Noudettu 2020-03-12 osoitteesta https://europa.eu/european-union/eu-law/legal-acts_fi

Euroopan Unioni. (2020). Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen (ESMA). Noudettu 2020-03-11 osoitteesta: https://europa.eu/european-union/about-eu/agencies/esma_fi

Euroopan Unioni. (2019b). Markkinoiden avoimuuden tavoitteet. Noudettu 2020-02-08 osoitteesta https://ec.europa.eu/info/food-farming-fisheries/key-policies/common-agricultural-policy/market-measures/agri-food-supply-chain/market-transparency_mt?2nd-language=fi

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus 596/2014 Markkinoiden väärinkäytöstä (Markkinoiden väärinkäyttöasetus) sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY ja komission direktiivien 2003/124/EY, 2003/125/EY ja 2004/72/EY kumoamisesta (MAR). Noudettu 2020-03-11 osoitteesta <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0596&from=fi>

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/57/EU Markkinoiden väärinkäytöstä määrättävistä rikosoikeudellisista seuraamuksista (markkinoiden väärinkäyttödirektiivi). Noudettu 2020-03-09 osoitteesta <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0057&from=EN>

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY täytäntöönpanosta takaisinosto-ohjelmille ja rahoitusvälineiden vakauttamiselle myönnettävien poikkeuksien osalta. Noudettu 2020-03-09 osoitteesta <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/?uri=CELEX%3A32003R2273>

Finanssivalvonta. (2017). Kysymyksiä ja vastauksia (Q&A) - Johtohenkilöiden liiketoimet (MAR 19 artikla). Noudettu 2020-03-11 osoitteesta https://www.finanssivalvonta.fi/globalassets/fi/paaomamarkkinat/liikkeeseenlaskijat-ja-sijoittajat/markkinoiden-vaarinkaytosasetus/finanssivalvonta_q_a_johtohenkiloiden_liiketoimet_mar_19_artikla.pdf

- Finanssivalvonta. (2018a). Markkinoiden väärinkäyttöasetus – MAR. Noudettu 2020-01-08 osoitteesta <https://www.finanssivalvonta.fi/saantely/saantelykokonaisuu-det/markkinoiden-vaarinkayttoasetus/>
- Finanssivalvonta. (2018b). Johtohenkilöiden liiketoimet ja suljettu ikkuna. Noudettu 2020-03-10 osoitteesta <https://www.finanssivalvonta.fi/paaomamarkkinat/liikkeeseenlaskijat-ja-sijoittajat/johtohenkiloiden-liiketoimet/>
- Finanssivalvonta. (2018c, 19. syyskuuta). Sisäpiiriasiat. Noudettu 2020-01-17 osoitteesta <https://www.finanssivalvonta.fi/paaomamarkkinat/liikkeeseenlaskijat-ja-sijoittajat/sisapiiriasiat/>
- Finanssivalvonta. (2018d, 24. syyskuuta). Sisäpiiriläisen 10 kaupankäyntiohjetta. Noudettu 2020-04-01 osoitteesta <https://www.finanssivalvonta.fi/paaomamarkkinat/liikkeeseenlaskijat-ja-sijoittajat/sisapiiriasiat/sisapiirilaisen-kaupankaynti/>
- Finanssivalvonta. (2019). Sanktiot, tutkintapyynnöt ja arvopaperimarkkinoiden tutkintatapaukset. Noudettu 2019-10-12 osoitteesta <https://www.finanssivalvonta.fi/tilastot/sanktiot-tutkintapyynnot-ja-arvopaperimarkkinoiden-tutkintatapaukset/>
- Finanssivalvonta. (2020). Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus. Noudettu 2020-03-11 osoitteesta <https://www.finanssivalvonta.fi/paaomamarkkinat/liikkeeseenlaskijat-ja-sijoittajat/tiedonantovelvollisuus/>
- Fried, J.M. (2008). Hands-Off Options. *Vanderbilt Law Review*; 2008:61:2 ABI/INFROM Collection, p. 453-474. Noudettu 2020-04-02 osoitteesta [rajattu pääsy] <https://search-proquest-com.proxy.uwasa.fi/abicomplete/docview/198967183/fulltext/7B2943B4130B49E8PQ/1?accountid=14797>
- Hallinnointikoodi. Corporate Governance 2020. Arvopaperimarkkinayhdistys Ry. Noudettu 2020-03-31 osoitteesta <https://cgfinland2017.kauppakamari.fi/wp-content/uploads/sites/39/2019/11/hallinnointikoodi-2020.pdf>

- Hamman, J & Loewenstein, G & Weber, R. (2010). Self-Interest through Delegation: An Additional Rationale for the Principal-Agent Relationship. *American Economic Review*. Vol 100 issue 4. Noudettu 2020-04-05 osoitteesta https://www.researchgate.net/publication/226641175_Self-Interest_Through_Delegation_An_Additional_Rationale_for_the_Principal-Agent_Relationship
- Hannula, A & Kari, M & Mäki, T. *Osakeyhtiön hallituksen ja johdon vastuu*. [E-kirja]. 1. painos. Alma Talent Oy. [Rajattu pääsy]. Noudettu 2020-03-31 osoitteesta <http://verkkokirjahylly.almatalent.fi.proxy.uwasa.fi/teos/FAC-BHXJTFF#/kohta:2/piste:b730>
- HE 293/1994. Hallituksen esitys eduskunnalle rikoslain täydentämiseksi arvopaperimarkkinarikoksia koskevilla säännöksillä. Noudettu 2020-03-23 osoitteesta <https://www.finlex.fi/fi/esitykset/he/1994/19940293>
- HE 254/1998. Hallituksen esitys eduskunnalle rikoslain täydentämiseksi arvopaperirikoksia koskevilla säännöksillä. Noudettu 2020-02-03 osoitteesta https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/HallituksenEsitys/Documents/he_254+1998.pdf
- HE 137/2004. Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta. Noudettu 2020-03-19 osoitteesta https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/HallituksenEsitys/Documents/he_137+2004.pdf
- HE 109/2005. Hallituksen esitys eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi. Noudettu 2020-03-29 osoitteesta https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/HallituksenEsitys/Documents/he_109+2005.pdf
- HE 174/2006. Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta. Noudettu 2020-02-10 osoitteesta <https://www.finlex.fi/fi/esitykset/he/2006/20060174>

HE 32/2012. Hallituksen esitys eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi. Noudettu 2020-03-23 osoitteesta <https://www.finlex.fi/fi/esitykset/he/2012/20120032>

Hirvonen, A. (2011). Mitkä metodit? Opas oikeustieteen metodologiaan. Helsinki: Yleisen oikeustieteen julkaisuja. Noudettu 2020-03-14 osoitteesta https://www.helsinki.fi/sites/default/files/atoms/files/hirvonen_mitka_metodit.pdf

Häyrynen, J. (2005). *Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttö*. Helsinki: Suomalainen lakimiesyhdistys.

Häyrynen, J. & Kalaja, V. (2013). *Uusi arvopaperimarkkinalaki*. Helsinki: Lakimiesliiton kustannus.

Häyrynen, J. & Parkkonen, J. (2006). *Sisäpiiriläinen - mahdollisuudet ja velvollisuudet*. Helsinki: Edita.

Iqbal, M. & Santhakumar, S. (2018). Information asymmetry and insider trade profitability in India. *Journal of Indian Business Research*: Vol 10, p. 53-69. Noudettu 2020-04-08 [rajattu pääsy] osoitteesta <https://search-proquest-com.proxy.uwasa.fi/abicomplete/docview/1994842018/fulltextPDF/F2F11F72FFB74B84PQ/1?accountid=14797>

Ikäheimo, S., Löyttyniemi, T. & Tainio, R. (2003) *Ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmät: Hyvä saa palkkansa?* Jyväskylä: Gummerus

Kallunki, J. (2007, 16. lokakuuta). Riskienhallinta yrityksen liiketoiminnassa. *Tilisanomat* 5/2007. Noudettu 2020-03-29 osoitteesta <https://tilisanomat.fi/yleiset/riskienhallinta-yrityksen-liiketoiminnassa>

Kauppalehti. (2017). Sijoittaja, seuraa sisäpiiriä - johdon osakekaupat ovat arvokasta tietoa. Noudettu 2019-10-12 osoitteesta

<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/sijoittaja-seuraa-sisapiiria-johdon-osakekaupat-ovat-arvokasta-tietoa/07904aa6-f400-3fe1-94cf-aad68371655b>

Knuts, M. (2014). *Arvopaperimarkkinlaki*. Teoksessa Yritysoikeus: Villa, S., Airaksinen, M., Bärlund, J., Jauhiainen, J., Kaisanlahti, T., Kntus, M., Kuoppamäki, P., Kymäläinen, S., Mähönen, J., Pihlajarinne, T., Raitio, J., Rissanen, K., Viitanen, K. & Wilhelmsson, T. (2004). [E-kirja] - päivittyvä versio. Noudettu 2020-02-03 osoitteesta [rajattu pääsy] <http://fokus.almatalent.fi.proxy.uwasa.fi/teos/JAIB-CXJTB#kohta:YRITYSOIKEUS/piste:t1>

Knuts, M. (2011). *Sisäpiirisääntely arvopaperimarkkinoilla*. Helsinki: Talentum.

Komission delegoitu asetus (EU) 2016/522 Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 596/2014 täydentämisestä kolmansien maiden tiettyihin julkisiin elimiin ja keskuspankkeihin sovellettavan poikkeuksen, markkinoiden manipuloinnin indikaattorien, tietojen julkistamisen raja-arvojen, lykkäämistä koskevat ilmoituksen vastaanottavan toimivaltaisen viranomaisen, suljettuina ajanjaksoina sallitun kaupankäynnin sekä johtohenkilöiden ilmoitettavien liiketoimien tyyppien osalta. Noudettu 2020-02-11 osoitteesta <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/PDF/?uri=CELEX:32016R0522&qid=1460442121132&from=FI>

Komission täytäntöönpanoasetus (EU) 2016/347 sisäpiiriluettelojen tarkkaa muotoa ja päivitystapaa koskevista Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 596/2014 mukaisista teknisistä täytäntöönpanostandardeista. Noudettu 2020-03-25 osoitteesta <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/PDF/?uri=CELEX:32016R0347&from=FI>

Kone Oyj. (2020). Osakepohjaiset kannustinjärjestelmät ja optiot. Noudettu 2020-04-05 osoitteesta <https://www.kone.com/fi/sijoittajat/koneen-osake/osakepohjaiset-kannustinjarjestelmat-ja-optiot/>

Kotiranta, K. (2014). *Sisäpiirintiedon syntyminen: Kontekstuaalinen tulkinta*. Helsinki: Suomalainen lakimiesyhdistys.

- Kurenmaa, T. (2003). *Sisäpiiritiedon väärinkäyttö*. Helsinki: Suomalainen lakimiesyhdistys.
- Kyrö Distillery Company Finland. (2020). Kyrö käsidesi. Noudettu 2020-03-31 osoitteesta <https://kyrodistillery.com/fi/kyro-kasidesi/#>
- Lau Hansen, J. (2003). The trinity of market regulation: Disclosure, insider trading and market manipulation. *International Journal of Disclosure and Governance* Dec 2003; 1:1, p. 82-96. Noudettu 2020-04-08 osoitteesta [rajattu pääsy] <https://search-proquest-com.proxy.uwasa.fi/abicom-plete/docview/196325507/fulltextPDF/ADC595A3B42A4459PQ/1?accountid=14797>
- Lautjärvi, K. (2017). *Yhtiön etu yhtiön johdon päätöksissä ja toimissa*. [E-kirja]. Alma Talent Oy. [Rajattu pääsy]. Noudettu 2020-03-31 osoitteesta [http://verkkokirjahylly.almatalent.fi.proxy.uwasa.fi/teos/DABBXXBTAB-JEC#/kohta:YHTI\(\(d6\)N\(\(20\)ETU\(\(20\)YHTI\(\(d6\)N\(\(20\)JOHDON\(\(20\)P\(\(c4\)\(\(c4\)T\(\(d6\)KSISS\(\(c4\)\(\(20\)JA\(\(20\)TOIMISSA\(\(20\)/piste:b6](http://verkkokirjahylly.almatalent.fi.proxy.uwasa.fi/teos/DABBXXBTAB-JEC#/kohta:YHTI((d6)N((20)ETU((20)YHTI((d6)N((20)JOHDON((20)P((c4)((c4)T((d6)KSISS((c4)((20)JA((20)TOIMISSA((20)/piste:b6)
- Myllymäki, E & Jokipii, A. (2011). The relationship between internal control effectiveness and operating performance. Vaasan yliopiston julkaisusarjat: Acta Wasaensia no 234. Noudettu 2020-04-06 osoitteesta https://www.univaasa.fi/materiaali/pdf/isbn_978-952-476-333-2.pdf
- Mähönen, J & Villa, S. (2006). *Osakeyhtiö I - Yleiset opit*. Porvoo: WS Bookwell Oy.
- Nasdaq Helsinki Oy. (2013). Omien osakkeiden hankinta ja luovutus. Noudettu 2020-02-04 osoitteesta <https://docplayer.fi/7933005-1-1-tama-ohje-taydentaa-omien-osakkeiden-hankintaa-koskevia-porssin-saantojen-luvun-2-4-1-ja-saanto-kohtien-2-3-5-9-2-3-5-12-saannoksia.html>
- Nasdaq Helsinki Oy. (2018). Pörssin sisäpiiriohje. Noudettu 2020-01-27 osoitteesta https://www.nasdaq.com/docs/Nasdaq-Helsinki-Guidelines-for-Insiders_FI.pdf

- Nasqad Helsinki Oy. (2019). Pörssin säännöt. Noudettu 2020-04-21 osoitteesta <https://www.nasdaq.com/docs/P%C3%96RSSIN%20S%C3%84%C3%84NN%C3%96T%204.6.2019.pdf>
- Nordnet. (2020). Mitä lyhyeksi myynti tarkoittaa? Nordnet Bank Ab. Noudettu 2020-04-09 osoitteesta <https://www.nordnet.fi/faq/666-mitae-lyhyeksi-myynti-tarkoittaa>
- Norros, O. (2009). *Vahingonkorvaus arvopaperimarkkinoilla*. Helsinki: Talentum Media. Noudettu 2020-03-31 osoitteesta [rajattu pääsy] <http://verkkokirjahylly.almatalent.fi.proxy.uwasa.fi/teos/JAHBCXHTCF#/kohta:38/piste:b1826>
- Parkkonen, J. & Knuts, M. (2014). *Arvopaperimarkkinalaki*. [E-kirja]. 5. uudistettu painos. Helsinki: Talentum. Noudettu 2020-01-03 osoitteesta [rajattu pääsy] [http://verkkokirjahylly.almatalent.fi.proxy.uwasa.fi/teos/IAEBBXCTEB#/kohta:ARVOPAPERIMARKKINALAKI\(\(20\)/piste:b9](http://verkkokirjahylly.almatalent.fi.proxy.uwasa.fi/teos/IAEBBXCTEB#/kohta:ARVOPAPERIMARKKINALAKI((20)/piste:b9)
- Pönkä, V. (2012). *Yhdenvertaisuus osakeyhtiössä* [E-kirja]. (1. p.). [Helsinki]: Talentum. Noudettu 2020-04-19 osoitteesta [rajattu pääsy] <http://verkkokirjahylly.almatalent.fi.proxy.uwasa.fi/teos/DAFBHXCTFF#/kohta:i/piste:b24>
- Pörssisäätiö. (2005). Sisäpiiriläisen muistilista. Noudettu 2020-04-18 osoitteesta <https://www.porssisaatio.fi/en/blog/books/sisapiirilaisen-muistilista/>
- Pörssisäätiö. (2016). Pörssilistautujan käsikirja. Noudettu 2020-04-02 osoitteesta https://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2016/05/porssilistautujan_kasikirja_2016_final_web.pdf
- Raulos, V. (2011). Hyvä finanssitapa lautakuntakäytännössä. [pdf-tiedosto]. FINE: Vakuutus- ja rahoitusneuvonta. Noudettu 2020-01-03 osoitteesta https://www.fine.fi/media/julkaisut-2012-2009/hyva_finanssitapa-lautakuntakaytannossa-2011.pdf

- Ruohonen, J. (2019). *Leading Change in a Complex World: Transdisciplinary Perspectives - Company Directors' Key Duties and Business Judgment Rule*. Tampere: Tampere University Press. Noudettu 2020-03-31 osoitteesta https://blogs.uta.fi/leadershipforchange/wp-content/uploads/sites/70/2019/02/Leading_Change_in_a_Complex_World_Chapter_13_Company_Directors_Key_Duties_and_Business_Judgment_Rule.pdf
- Salo, M. (2015). *Hyvä liiketoimintapäätös ja johdon vastuu*. Helsinki: Talentum.
- Salo, M. (2016). *Sijoittamisen ohjaaminen: Sijoitusneuvot ja -suositukset sijoittajan päätöksenteossa*. Lakimiesliiton kustannus.
- Salonen, A. (2000). *Osakeyhtiön hallituksen jäsenen huolellisuusvelvollisuus*. Helsinki: WSLT.
- Saarnilehto, A. (2000). *Varallisuus oikeuden kantavat periaatteet*. WS Lakitieto Oy.
- Talouselämä. (2018) Yrityksillä voi olla kaksi syytä ostaa omia osakkeitaan – Asiantuntijat selittävät, mistä Applen ilmoituksessa on kyse. Noudettu 2020-03-24 osoitteesta <https://www.talouselama.fi/uutiset/yrityksilla-voi-olla-kaksi-syyta-ostaa-omia-osakkeitaan-asiantuntijat-selittavat-mista-applen-ilmoituksessa-on-kyse/85ac42e8-d428-3b15-9f40-ed396924053d>
- Valtioneuvosto. (2018). Valtiovarainministerit julkaisivat yhteisen kannanoton Euroopan pääomamarkkinoiden kehittämisestä. Noudettu 2020-02-08 osoitteesta https://valtioneuvosto.fi/artikkeli/-/asset_publisher/10623/valtiovarainministerit-julkistivat-yhteisen-kannanoton-euroopan-paaomamarkkinoiden-kehittamisesta
- Valtiovarainministeriö. (2019). Osakkeenomistajien oikeuksia koskevan direktiivin (SHRD) täytäntöönpano. Eduskunnan talousvaliokunta. PDF-tiedosto. Noudettu 2020-01-27 osoitteesta <https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/JulkaisuMetatieto/Documents/EDK-2019-AK-237323.pdf>

Villa, S. (2019). Osakeyhtiölaki muuttui - mitä pitää tietää? Tilisanomat 5/2019. Noudettu 2020-01-27 osoitteesta <https://tilisanomat.fi/yritysjuridiikka/osakeyhtiolaki-muuttui>

Virtanen, M. (2010). *Sijoittajasuhteet johdon vastuuna*. Helsinki: WSOY Pro.

Weymarn, T. (2011, 15. maaliskuuta). Johdon palkitseminen on taitolaji. Tilisanomat 2/2011. Noudettu 2020-04-18 osoitteesta <https://tilisanomat.fi/henkilostohalinto/johdon-palkitseminen-on-taitolaji>

Säädösluettelo

Arvopaperimarkkinalaki 746/2012

Laki Finanssivalvonnasta 878/2008

Laki rikoslain muuttamisesta 753/2012

Laki sopimattomasta menettelystä elinkeinotoiminnassa 1061/1978

Osakeyhtiölaki 624/2006

Rikoslaki 39/1889

Sijoituspalvelulaki 747/2012

Oikeustapaukset

C-384/02

KKO: 2013:53

Liitteet

Liite. Ilmoitusvelvollisuutta koskevat liiketoimet Komission delegoidun asetuksen mukaan

- a) hankinta, luovutus, lyhyeksimyynti, merkintä ja vaihto;
- b) osakeoption hyväksyminen tai toteuttaminen, mukaan luettuina johtohenkilöille tai työntekijöille osana palkitsemispakettia myönnetyt osakeoptiot, sekä osakeoption toteutuksesta saatavien osakkeiden luovutus;
- c) osakkeenvaihtosopimuksen tekeminen tai toteuttaminen;
- d) johdannaisilla toteutettavat tai niihin liittyvät liiketoimet, mukaan luettuina käteisvaroina maksettavat liiketoimet;
- e) asianomaisen liikkeeseenlaskijan rahoitusvälinettä tai päästöoikeuksia taikka niihin perustuvia huutokauppatuotteita koskevan hinnanerosopimuksen tekeminen;
- f) oikeuksien, mukaan luettuina myynti- ja osto-optiot, ja warranttien hankinta, luovutus ja käyttäminen;
- g) pääoman korotukseen tai vieraan pääoman ehtoiseen rahoitusvälineeseen liittyvä merkintä;
- h) asianomaisen liikkeeseenlaskijan vieraan pääoman ehtoiseen rahoitusvälineeseen liittyvillä johdannaisilla ja rahoitusvälineillä, mukaan luettuina luottoriskinvaihtosopimukset, suoritettavat liiketoimet;
- i) määrättyjen edellytysten täytymisestä riippuvat ehdolliset liiketoimet ja liiketoimien toteuttaminen käytännössä;
- j) rahoitusvälineen automaattinen tai muuntyyppinen muuntaminen toiseksi rahoitusvälineeksi, mukaan lukien vaihtovelkakirjan vaihtaminen osakkeiksi;
- k) saadut ja annetut lahjat ja lahjoitukset sekä saadut perinnöt;
- l) indeksiin sidotuilla tuotteilla, koreilla ja johdannaisilla toteutettavat liiketoimet siinä määrin kuin asetuksen (EU) N:o 596/2014 19 artiklassa edellytetään ilmoitusta;
- m) liiketoimet sijoitusrahastojen, mukaan luettuina Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2011/61/EU (1) 1 artiklassa tarkoitetut vaihtoehtoiset sijoitusrahastot, osakkeilla tai osuuksilla siinä määrin asetuksen (EU) N:o 596/2014 19 artiklassa edellytetään ilmoitusta;
- n) vaihtoehtoisen sijoitusrahaston, johon johtotehtävissä toimiva henkilö tai hänen lähipiiriinsä kuuluva henkilö on sijoittanut, hoitajan toteuttamat liiketoimet siinä määrin asetuksen (EU) N:o 596/2014 19 artiklassa edellytetään ilmoitusta;
- o) liiketoimet, jotka kolmas osapuoli on toteuttanut johtotehtävissä toimivan henkilön tai tämän lähipiiriin kuuluvan henkilön puolesta tai hyväksi salkunhoitoon tai omaisuudenhoitoon liittyvän henkilökohtaisen toimeksiannon mukaisesti;

- p) liikkeeseenlaskijan osakkeiden tai vieraan pääoman ehtoisten rahoitusvälineiden tai niihin liittyvien johdannaisten tai muiden rahoitusvälineiden lainaksi antaminen tai ottaminen.³⁸⁷

³⁸⁷ Komission delegoitu asetus (EU) 2016: 10 artikla